MÄRKTE UND TRENDS 2018



Einkaufszentrum
Nichts ist umsonst

Volkswirtschaft / Research
November 2017

Helaba



Einkaufszentrum
Nichts ist umsonst

Volkswirtschaft / Research
November 2017

Helaba

EDITORIAL

Das Geld sitzt bei Konsumenten und Anlegern locker wie schon lange nicht mehr. Doch Vorsicht: Bei guter Stimmung ist der Mensch weniger kritisch und lässt sich leicht von peripheren Reizen verführen. So wird schnell übersehen, dass viele Güter und Vermögensklassen mittlerweile teuer geworden sind.

Sowohl im Einkaufszentrum als auch an den Kapitalmärkten gilt: Nichts ist umsonst!



Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin/
Bereichsleitung Research

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

mit Fantasie und zeitgemäßen Konzepten ausgestattete Architekten besitzen magische Kräfte: Mit ihren Bauwerken schaffen sie stille Zeitzeugen, die nützlich sind und **Emotionen** wecken. Dies kann auf ganz persönlicher Ebene beim Bau des Eigenheims geschehen. Aber auch Unternehmen entdecken zunehmend, wie motivierend ein ansprechendes Arbeitsumfeld ist. Gestaltung spielt bei vielen Freizeitangeboten eine Rolle und ist ein wichtiger Faktor, ob z. B. ein Restaurant, ein Fitness-Club oder ein Theater angenommen wird oder sogar Kultstatus erreicht.

> Die neue Stadt wird durch den gebaut,
> der sie zu erträumen wagt. Danilo Dolci

Auch wir haben uns für den Jahresausblick 2018 von Bauwerken inspirieren lassen. Das Sinnbild für Konjunktur und Kapitalmärkte ist in unserem Hauptszenario das **Einkaufszentrum** – für Ökonomen eigentlich eine ganz klare Wahl. Sind doch Einkaufszentren nichts anderes als Marktplätze, an denen Angebot und Nachfrage aufeinandertreffen. Als Orte des Konsums spiegeln sie die gewichtigste Komponente des Bruttoinlandsprodukts (BIP) – den privaten Verbrauch – eindrucksvoll wider. Mit einem Anteil zwischen 50 % und 70 % bestimmt er in den meisten Ländern maßgeblich die Wirtschaftsentwicklung.

Shopping-Center sind auf der ganzen Welt zu finden, sowohl in Industrie- als auch in Schwellenländern. Das **erste Einkaufszentrum Deutschlands**, das Main-Taunus-Zentrum, wurde bereits 1964 in Sulzbach bei Frankfurt am Main gebaut.

”

1967 zog das Wort „Einkaufszentrum“ in den Duden ein.

Einkaufszentren sind aber keine Selbstläufer. Wichtig ist eine attraktive Mischung aus Geschäften und Dienstleistungen. Im Mittelpunkt steht der sogenannte Ankermieter, der aufgrund seiner Anziehungskraft insgesamt für eine hohe Frequenz sorgt. Der **Kunde ist König**, denn er entscheidet mit seinem Konsumverhalten über den Erfolg eines solchen Komplexes.

Dienstleistungen spielen beim Konsum eine immer wichtigere Rolle, der Einzelhandel verliert hingegen an Bedeutung. Die **demografische Entwicklung** hat in vielen Ländern dazu geführt, dass Konsumausgaben für die Gesundheitspflege sowie für Freizeit und Kultur zunehmen. Der Online-Einkauf erfreut sich großer Beliebtheit.

Nicht nur der **präferierte Ort des Konsums** veränderte sich in den vergangenen Jahren. Auch die Zusammensetzung des Konsums, die Art des Einkaufens und des Bezahlens. Während die Deutschen noch stark auf das Bargeld setzen, greifen die Skandinavier besonders häufig auf elektronische Zahlungsmittel zurück – und vielleicht zahlen wir bald alle mit Bitcoin.

Hauptszenario Einkaufszentrum – Nichts ist umsonst

In unserem diesjährigen Hauptszenario mit der Eintrittswahrscheinlichkeit von 70 % verbringen wir die Zeit im Einkaufszentrum. Die Konjunktur läuft rund und die Konsumenten können dank der Globalisierung ein vielfältiges Angebot genießen.

”

Das Einkaufszentrum – ein Spiegel der Globalisierung.

Unter Konsumenten und Anlegern herrscht derzeit **Kauflaune**. Doch Vorsicht: Wissenschaftliche Untersuchungen zeigen, dass der Mensch bei guter Stimmung weniger kritisch und aufmerksam ist. Er lässt sich von der perfekt gestalteten Atmosphäre im Shopping-Center beeindrucken. Dabei hat er gar nicht gemerkt, dass bereits 2017 viele Preise gestiegen sind. So sollten wir doch wissen, dass es eine gute Konjunktur nicht umsonst gibt: Ihr Preis ist die Inflation.

Wie sieht es in den verschiedenen **Ländern** aus? Wir haben für Sie verglichen und abgewogen. Dies zu lesen ist sicherlich nicht umsonst.

Wie in jedem Jahr liefern wir Ihnen einen ausführlichen Überblick der unterschiedlichen **Vermögensklassen**. Die Stimmung an den Kapitalmärkten ähnelt sehr der im Einkaufszentrum. Daher gilt es, 2018 nicht nur, mit offenen Augen zum Einkauf zu gehen, sondern ebenso, bei der Vermögensanlage die Preise zu prüfen. Aufgrund der hohen Bewertung ist mehr Vorsicht angebracht, denn auch hier ist nichts umsonst!

Negatives Alternativszenario: Bauruine

Die Kunst des Gebäudebaus beherrscht nicht jeder. Zahlreiche Bauruinen weltweit zeugen davon. Wesentlich für den Erfolg und die Beständigkeit sind das Fundament und die Statik.

In unserem Negativszenario „Bauruine“ ist das Wachstum der Weltwirtschaft auf **Schulden** und kurzlebige Politik gebaut. Nicht nur in den Industrie-, sondern auch in Schwellenländern hat man falsche Baumaterialien verwendet. Um von eigenen Fehlkonstruktionen abzulenken, betreiben die Länder vermehrt eine Politik des Rückzugs vom internationalen, aber auch innereuropäischen Freihandel. Unter dieser Last bricht das europäische Haus zusammen.

Die Risikoscheu der Anleger steigt sprunghaft an. Sie suchen Zuflucht in sicheren Anlageklassen. Diesem Szenario messen wir eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 10 % bei.

Positives Alternativszenario: Palast

Richtig prunkvoll geht es in unserem positiven Alternativszenario „Palast“ zu, dem wir eine Eintrittswahrscheinlichkeit



von 20 % beimessen. Die Weltwirtschaft erreicht ein **beeindruckendes Wachstumsniveau**. Lebhafte Handels- und Investitionsaktivitäten sowie Produktivitätsfortschritte eröffnen neue Möglichkeiten. In Großbritannien erkennt man, dass für den Austritt aus der EU die Statik fehlt, so dass diese Umbaupläne verworfen werden.

Die Teile des Palastes, die in der Finanz- und Wirtschaftskrise stark beschädigt wurden, sind inzwischen umfassend saniert und modernisiert. Beeindruckt von Schönheit und Größe wird bei Vermögenswerten großzügig zugegriffen.

Achten Sie bei Ihren Investments darauf, dass Sie sich von Ihrer Stimmung nicht in die Irre führen lassen!

Ich wünsche Ihnen 2018 viel Vergnügen beim Einkaufen!

Ihre

maerkteundtrends.helaba.de

Besuchen Sie unsere Website und entdecken Sie dort zusätzliche Inhalte, Videos und unseren Podcast.

IN HALT

Editorial
Seite 4

1 Rückblick 2017 mit Kassensturz
Seite 10

2 Hauptszenario Einkaufszentrum (70 %)
Seite 14

Zinsen und Renten
» Raus aus dem Krisenmodus 18

Banken
» Problemkredite im Schaufenster 20

Pfandbriefe
» Qualitätssicherung „Made in EU“ 21

Corporates
» Volle Kassen, leere Regale 22

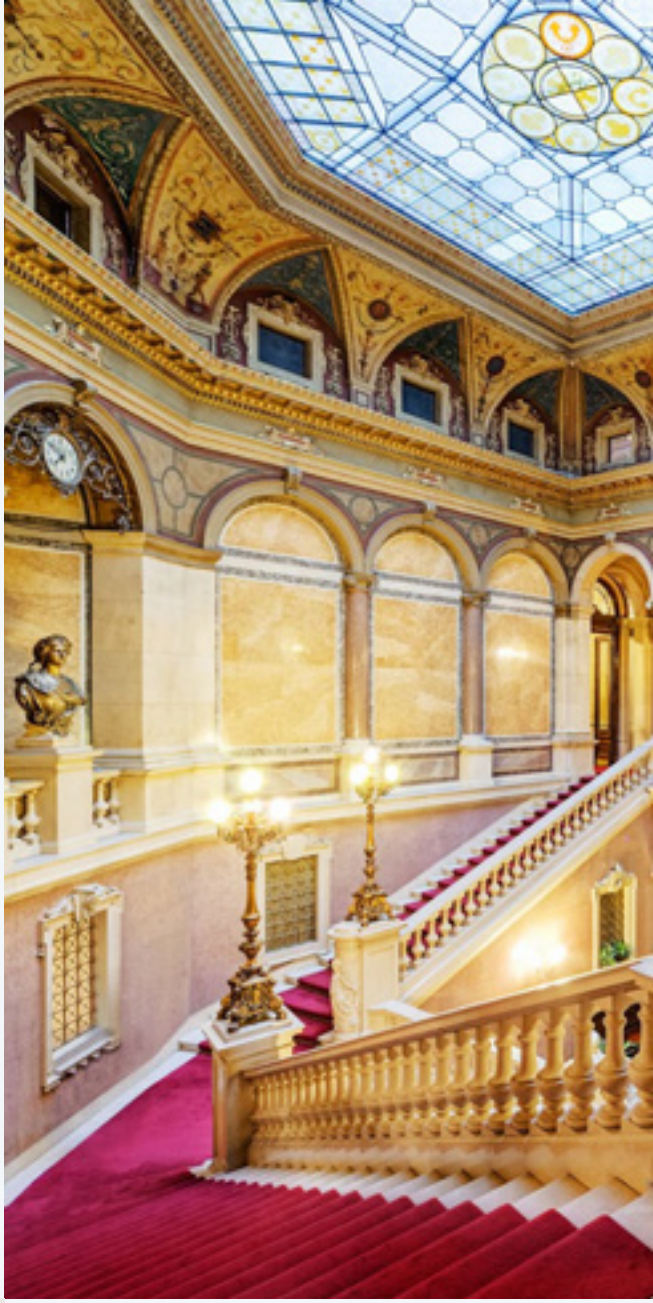
Aktien
» Nur noch Hochpreisiges in der Auslage 24
» Ratenkauf – Erfolgsstrategie für den Vermögensaufbau? 26

Rohstoffe und Gold
» Gold gehört auf die Einkaufsliste 28

Immobilien
» Keine Schnäppchen mehr im Angebot 31

Devisen
» Shopping-Tour in die USA noch verschieben? 33

Bitcoin
» Revolution des Geldsystems? 36





3 Alternativszenario Bauruine (10 %)
Seite 38

4 Alternativszenario Palast (20 %)
Seite 42

Welthandel
» Totgesagte leben länger 45

5 Länder und Regionen im Hauptszenario

Seite 46

Die Phillips-Kurve
» Eine Idee im Räumungsverkauf? 48

Eurozone
» Neue Risiken und Herausforderungen 50

Deutschland
» Gedränge in den Einkaufszentren 51
» Inflation bremst Konsum nur leicht 53
» Hessen, Thüringen, Nordrhein-Westfalen und Brandenburg: Frisches Wachstum? 54
» Frankfurt in Pole-Position für Brexit-Banker 57

Frankreich
» Reformen im konjunkturellen Aufschwung 59

Italien
» Grundlegende Renovierung steht noch aus 60

Spanien
» Streit unter Spaniern 62

Griechenland
» Wenig Geld für Einkaufsfreuden 64

Irland
» Zwischen Brexit und Wohnungsnot 64

Großbritanien
» Einigung auf dem Verhandlungsbasar? 66

Nordeuropa
» Schweden: 2018 mit weniger Glanz 68
» Norwegen: Das Öl bestimmt die Richtung 69

Zentraleuropa
» Zwischen Shopping und Cafeteria 71

Russland
» Aufholjagd des privaten Konsums 75

USA
» „Retail Apocalypse“ Now? 76

Japan
» Wachstum ohne Konsumboom 79

China
» Die Partei hat immer Recht 81

Brasilien
» Konsumgetriebenes Wachstum 83

6 Prognosetabellen im Hauptszenario

Seite 84

» Kapitalmarktprognosen im Detail 85
» Devisenprognosen im Detail 86
» Bruttoinlandsprodukt, Inflation, Budgetsaldo 87

7 Niederlassungsverzeichnis

Adressen der Helaba
Seite 88

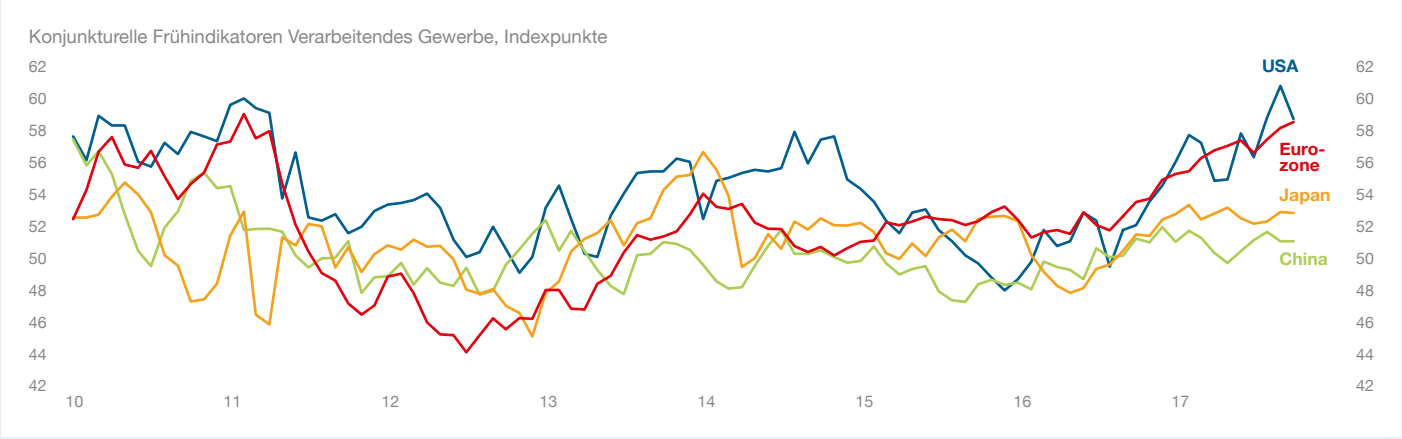
Redaktionsschluss
10. November 2017



1 RÜCKBLICK 2017



Hervorstechender Optimismus in westlichen Industrieländern



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Rückblick mit Kassensturz

Erhöhte Wachstumsdynamik

Die Weltwirtschaft hat im Anschluss an den Einbruch der Ölpreise (2014 / 2015) ab dem zweiten Halbjahr 2016 wieder Schwung entfaltet. Eine kurze Unsicherheitsphase zu Jahresbeginn 2017 wurde schnell abgeschüttelt und ab Sommer dieses Jahres startete sie richtig durch. Die seit der Finanzkrise diskutierten Stagnationsszenarien wurden hiernach durch einen kaum mehr zu bremsenden **Konjunkturoptimismus** vor allem in den großen Industrieländern verdrängt. Zuvor intensiv diskutierte strukturelle Handicaps wie internationales Politikversagen, immer höhere Verschuldung in weiten Teilen des Staats- und Unternehmenssektors sowie mangelnde Produktivitätsfortschritte traten in den Hintergrund.

Der private Verbrauch erwies sich auch 2017 als Wachstumstreiber. Robuste Arbeitsmärkte, eine relativ moderate Teuerung und günstige Finanzierungsbedingungen ließen die Konsumausgaben nochmals spürbar ansteigen. Aber auch die Investitionen zogen angesichts höherer Erzeugerpreise, Kapazitätsauslastungen und Unternehmensgewinne weiter an. Der durch die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken besonders befeuerte Bausektor stieß mitunter sogar an Beschäftigungsgrenzen. Der internationale Handel zeigte sich auch aufgrund der Preisstabilisierung bei Schlüsselrohstoffen erstaunlich belebt. Insgesamt fiel das Weltkonjunkturbild 2017 somit überraschend positiv aus.

Inflationsentwicklung vielschichtig

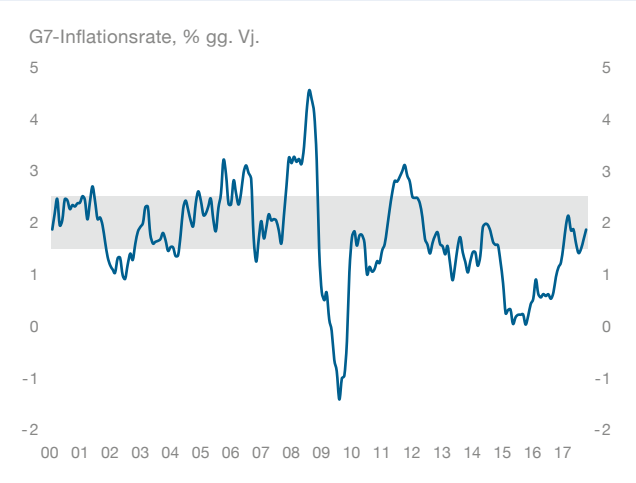
Anfang 2017 ist die G7-Inflationsrate nach einem mehrjährigen Abstieg in den Bereich um 2 % zurückgekehrt. Im Verlauf des Jahres war sie dann recht volatil. Die nicht zu vernachlässigenden Importpreise gewannen in den G7-Ländern ebenso wie die Erzeugerpreise deutlich an Fahrt.

”

Die Inflation ist in den Industrieländern 2017 wieder angestiegen. Dies geschah aber eher unbeobachtet. Teilweise sprechen die Marktteilnehmer immer noch davon, dass trotz guter Konjunktur keine Inflation vorhanden sei.

Die Teuerung in den **Schwellenländern** folgte in den letzten Jahren einem ganz anderen Trend. Starke Abwertungen führten in den rohstoffexportierenden Ländern im Zuge des Rohölpreisverfalls 2014/2015 teilweise zu zweistelligen Inflationsraten. Mit dem Anstieg diverser Rohstoffpreise 2016/2017 profitierten die dortigen Währungen und zeitverzögert auch die Wirtschaft. Die Inflationsraten gingen deutlich zurück. So veränderten sich auch zuletzt die Handelsbedingungen zu Gunsten der Schwellenländer.

Teuerung normalisiert



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Geldpolitik in langwierigem Wendemanöver

Die Rückkehr zur wirtschaftspolitischen Normalität ist offenbar nach wie vor in den Köpfen vieler Menschen psychologisch stark verankert. Nur hat sich 2017 einmal mehr gezeigt, dass dies für viele Notenbanker und deren Geldpolitik noch nicht gilt. Nationale und internationale Verschuldung sowie wachsende Widersprüche zwischen internationaler Ordnung und nationalen Interessen scheinen einen nach wie vor engen Rahmen zu setzen. Vor allem ist in den letzten zehn Jahren aufgrund der weltweit immens angestiegenen Staatsverschuldung das kritische Zinsniveau immer weiter gefallen. Ein Zins für Fed Funds oberhalb von 2 % gilt bei vielen bereits als bedenklich. Nicht nur für die EZB hieß es zuletzt umso mehr: ein Schritt vor, zwei zurück. Bleibt abzuwarten, wie lange die Kapitalmärkte mitspielen werden. 2017 haben sie sich noch von der Geldpolitik weiter einlullen lassen.

”

Die Zentralbanken pumpten 2017 das Finanzsystem unter der offiziellen Maßgabe, für Preisstabilität und hinreichend Beschäftigung zu sorgen, weiter auf. Die beiden propagierten Ziele sind weitgehend erreicht. Damit stellt sich immer mehr die Frage nach den tatsächlichen Motiven der Geldpolitik.

Ausgelassene Risikofreude an den Finanzmärkten

Gemessen an der kumulierten Jahresperformance auf Eurobasis per 09.11.2017 im hier betrachteten Anlageuniversum schnitten unter den Anlageklassikern **Aktien** am besten ab (EURO STOXX 50: +12,4 %). Überraschend hohe Wachstumsdynamik bei gleichzeitig relativ moderater Teuerung und lockerer Geldpolitik gaben Dividendenpapieren nach einem bereits guten Halbjahresergebnis im Herbst zusätzlichen Schub.

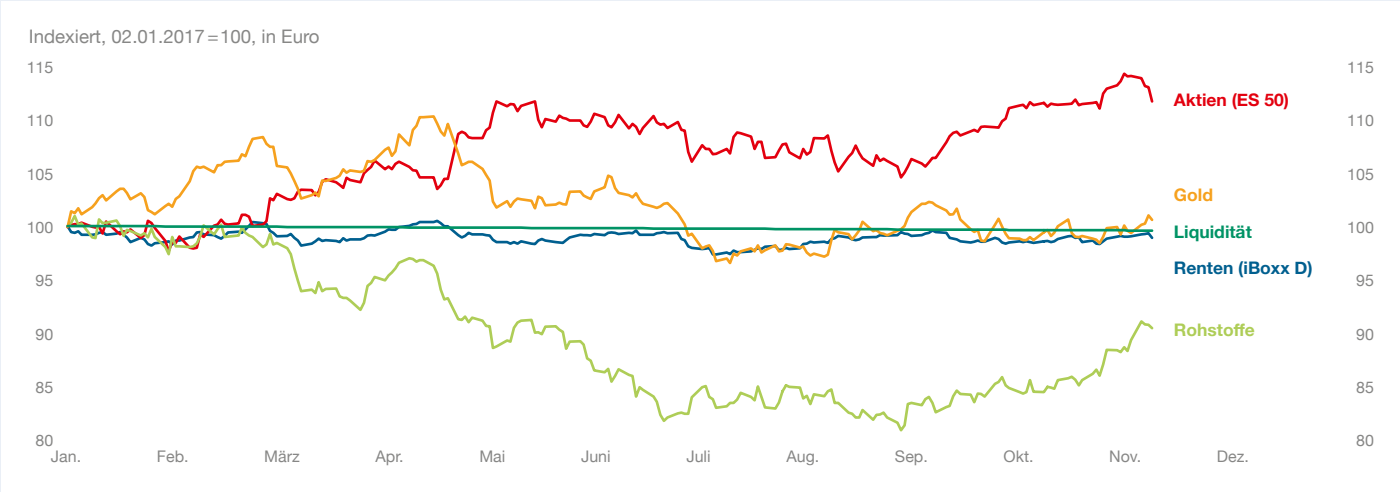
Der Euro wertete 2017 gegenüber allen wichtigen Währungen auf. Besonders stark fiel das Plus gegenüber dem US-Dollar aus. Der schwächere **US-Dollar** schlug sich nicht nur bei US-Aktien (S&P 500: lokal +17,4 %; in Euro +6,5 %), sondern auch bei **Gold** (US-Dollar: +10,9 %; in Euro: +0,7 %) spürbar in der Performance auf Eurobasis nieder. Rohstoffe fielen hierdurch sogar deutlich in die Verlustzone (US-Dollar: -0,3 %; in Euro: -9,6 %).

Renten traten 2017 quasi auf der Stelle (iBoxx-Deutschland: -1,1 %). Sie unterschieden sich somit kaum mehr von den seit geraumer Zeit renditelosen **Geldmarktanlagen** (3M EUR: -0,3 %). Spannungsfreies Wachstum und das Regiment der Notenbanken bildeten ein relativ enges Korsett für Festverzinsliche, das nur zeitweilig durch politische Einflüsse gelockert wurde. Bei erheblicher Reduzierung der Risikoprämien wiesen nur Anleihen geringer Bonität analog zu Aktien eine fühlbare Performance auf.

„Die Finanzinvestoren dachten 2017, wenn überhaupt, nur für einen kurzen Moment an ein Ende der Party bei Risikoanlagen. Schließlich sorgte die Geldpolitik für flüssigen Nachschub und die konjunkturelle Begleitmusik hob noch einmal forsch an unter dem Motto: „The trend is your friend."

Heinrich Peters

Aktien mit weitem Abstand vorne



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

2 EINKAUFSZENTRUM (70 %)





Hauptszenario

Einkaufszentrum – Nichts ist umsonst (70 %)

Unter Konsumenten und Anlegern herrscht Kauflaune. Viele Güter und Vermögensklassen sind mittlerweile aber teuer geworden. In unserem Hauptszenario „Einkaufszentrum“ raten wir deshalb von Spontankäufen ab. Wir messen diesem Szenario eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 70 % bei.

Ansehnliches Wachstum – höhere Inflation

2018 wird die **Weltwirtschaf**t mit einer Rate von 3,4 % so dynamisch wachsen wie im Vorjahr. Deutlich steigende Zuwachsraten, wie sie derzeit von vielen konjunkturellen Frühindikatoren in Aussicht gestellt werden, lassen sich jedoch nicht realisieren.

Für die **USA** zeichnet sich im Jahresdurchschnitt eine leichte Beschleunigung von 2,2 % auf 2,5 % ab. Hierbei haben wir eine moderate steuerliche Entlastung unterstellt. Nicht zuletzt die **Unberechenbarkeit** der zukünftigen Handelspolitik unter Präsident Trump belastet das Investitionsklima.

Der **Euroraum** und **Deutschland** werden ihr hohes Wachstumstempo aus dem Jahr 2017 nicht halten können. Die Konsumenten werden sich zunehmend der angestiegenen Inflation bewusst. Um einen nachhaltig höheren Wachstumspfad einzuschlagen, bedürfte es einer wachstumsorientierten Wirtschaftspolitik, die sowohl der demografischen Entwicklung als auch der vernachlässigten Infrastruktur entgegenwirkt. In manchen Regionen Europas erweisen sich Populismus, Protektionismus und **Separatismus** als wachstumsschädlich.

Die Impulse aus **Asien** werden 2018 wohl geringer ausfallen als 2017. China kehrt nach einer Phase zusätzlicher konjunkturpolitischer Impulse auf einen Pfad struktureller Wachstumsverlangsamung zurück. Die Verschuldung, insbesondere der Staatsunternehmen, hat drastisch zugenommen. Der chinesische Immobilienmarkt bleibt ein Stabilitätsrisiko. Eine anhaltend hohe **Schuldenquote** in den Industrieländern sowie eine in den letzten Jahren kräftig gestiegene Schuldenfinanzierung in den Schwellenländern sind insgesamt eine Hypothek für 2018.

> Entgegen allen Mutmaßungen ist die Phillips-Kurve nicht tot.

2017 sind die **Inflationsraten** in vielen Industrieländern in den Bereich um 2 % zurückgekehrt. Engpässe am Arbeitsmarkt begünstigen einen Lohnauftrieb. Besonders ausgeprägt ist dies in Osteuropa, wo auch aufgrund eines Fachkräftemangels bereits kräftige Lohnsteigerungen zu beobachten sind. In den USA und Deutschland scheint sich das

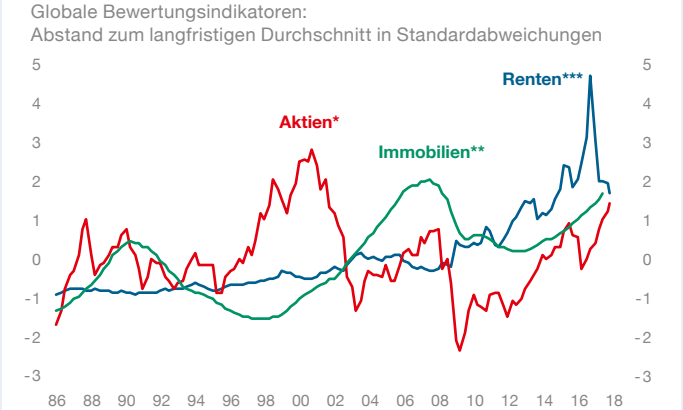
Trügerische Ruhe



* Standardabweichung der Wachstumsprognosen für die kommenden 12 Monate

Quellen: Datastream, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Alle Anlageklassen hoch bewertet



* Kurs-Cashflow-Verhältnis Aktien Welt
** Kaufpreis-Miete-Verhältnis OECD-Raum
*** Kehrwert der Rendite von Staatsanleihen Welt

Quellen: Bloomberg, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Blatt ebenfalls zu wenden. Während bislang der Anstieg der Inflation vornehmlich auf die höheren Energiepreise zurückzuführen war, ist für 2018 auch mit **steigenden Kernraten** zu rechnen. In den USA wird sich die Inflationsrate 2018 deutlich über 2 % manifestieren, im Euroraum und in Deutschland bewegt sie sich auf das Inflationsziel der EZB von 2 % zu. Von „unerwünscht niedrigen" Inflationsraten kann somit keine Rede mehr sein.

Weniger expansive Geldpolitik

In den Industrieländern setzen einige Notenbanken wieder auf Zinserhöhungen. Die **US-Notenbank** wird ihren geldpolitischen Normalisierungskurs fortsetzen. Bis Ende 2018 erwarten wir eine Anhebung des Leitzinses in den Korridor von 2,00 % bis 2,25 %. Darüber hinaus plant die Fed, ihre Wertpapierbestände bis Ende 2018 um 10 % zu reduzieren.

So weit ist die **EZB** zwar noch nicht, aber auch sie dürfte auf das verbesserte fundamentale Umfeld reagieren. Zum Jahresbeginn 2018 fährt sie ihr Kaufprogramm von monatlich 60 Mrd. Euro auf 30 Mrd. Euro zurück. Im September 2018 dürfte der geldpolitische Kaufrausch ein Ende finden, was allerdings nicht heißt, dass die EZB als Nachfrager am Anleihemarkt ausfällt. Sie wird lediglich ihren Wertpapierbestand bei dann rund 2,6 Billionen Euro einfrieren und auslaufende Zinstitel durch neue ersetzen.

In der Eurozone erfolgt die Zinswende erst 2019. Wir erwarten, dass die EZB dann im Frühjahr den Einlagensatz von -0,4 % auf -0,2 % zurückführen wird. Diese Strafzahlung stellt mittlerweile eine erhebliche Bürde für Banken, Versicherungen und nicht zuletzt die Privatanleger dar. Im Laufe des Jahres 2019 wird Mario Draghi den **Leitzins** (Repo Rate) von Null auf 0,25 % anheben.

Wir erwarten, dass sich der **Euro-Dollar-Kurs** 2018 zunächst im unteren Bereich eines Bands von 1,10 bis 1,20 bewegt. Eine sich abzeichnende Zinswende der EZB wird jedoch im späteren Jahresverlauf den Euro wieder auf 1,20 heben.

Trügerische Ruhe, sorglose Investoren

Die Anleger haben sich inzwischen von der **Geldpolitik einlullen** lassen. Sie konnten beobachten, dass politische Risiken, unabhängig davon, ob sie sich letztendlich materialisierten, zu keiner Verunsicherung an den Finanzmärkten führten. Im historischen Vergleich ist das sehr ungewöhnlich.

Aber nicht nur politische Ereignisse werden inzwischen von vielen als irrelevant angesehen. Auch der Konjunkturzyklus scheint ausgedient zu haben. Diese Wahrnehmungsverzerrung ist nicht neu. Je länger ein konjunktureller Aufschwung andauert, desto **sicherer fühlen sich die Marktteilnehmer**. Die Wachstumsprognosen der Experten weichen kaum noch voneinander ab. Alle sind sich recht einig, dass die Konjunktur immer weiterlaufen wird. Auch die Finanzmarktteilnehmer sehen derzeit offensichtlich keinen Absicherungsbedarf. Die implizite Aktien- und Rentenmarktvolatilität ist historisch niedrig. Ähnlich sicher fühlten sich die Akteure zuletzt im Sommer 2007.

Die ultralockere Geldpolitik hat in den vergangenen Jahren zu einer zum Teil deutlichen **Bewertungsexpansion** bei Aktien, Renten und Immobilien geführt. Im Ergebnis sind damit die Anlageklassiker ähnlich teuer.

Wie sollte sich der Anleger in diesem Umfeld positionieren? Bei **Renten** stellt sich angesichts der höheren Teuerung immer mehr die Bewertungsfrage. Dass sich Investoren mit nachhaltigen realen Vermögenseinbußen abfinden, ist nicht sehr wahrscheinlich. Wir erwarten im Laufe des Jahres 2018 einen Anstieg der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bis auf 1 %. Es drohen also Kursverluste. Erste Wahl bei Neuanlagen sollten daher kürzere und mittlere Laufzeiten sein.

Auch **Aktienanleger** sind inzwischen ausgesprochen sorglos geworden. So zeigt die historisch niedrige implizite Aktienvolatilität, dass die Kursrisiken vom Gros der Marktteilnehmer derzeit als sehr gering eingeschätzt werden. Dabei bewegt sich die **Bewertung** des DAX mit einem KGV von rund 14 schon oberhalb des langjährigen Normalbandes.

Dagegen birgt die Kombination aus hoher Bewertung und erhöhter Risikofreude erhebliche Rückschlaggefahren, zumal die **Konjunkturstimmung** vermutlich ihren Höhepunkt erreicht hat. Unter realistischen Annahmen für das Gewinnwachstum ergibt sich daraus eine Kursspanne für den **DAX** von 10.500 bis 13.500 Punkten. Da Aktien häufig übertreiben, könnten sie zeitweilig auch darüber hinausgehen. **Immobilien** sind inzwischen zwar ebenfalls hoch bewertet. Sie können aber ihre relative Attraktivität trotz anziehender Renditen am Anleihemarkt halten.

Da das Ertragspotenzial der gängigen Anlageklassen insgesamt überschaubar ist, drängen sich für 2018 keine größeren Abweichungen von den strategischen Neutralwerten auf.

Claudia Windt
Markus Reinwand, CFA

Ausgewählte Prognosen für 2018



Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research



Zinsen und Renten

Raus aus dem Krisenmodus

Bundesanleihen sind dank ihrer hohen Qualität zwar keine Ladenhüter, attraktiv sind sie aufgrund ihrer niedrigen Renditen gleichwohl nicht. Angesichts des guten konjunkturellen Umfelds dürften die Kapitalmarktzinsen im kommenden Jahr aber tendenziell ansteigen – auch wenn sich die EZB noch nicht zur Zinswende durchringen kann. Druck geht insbesondere vom US-Rentenmarkt aus, der unter dem Einfluss einer weniger expansiven Geldpolitik höhere Renditeniveaus anpeilt.

Erwartungsgemäß ließ das sehr niedrige Renditeniveau von deutschen Anleihen in diesem Jahr keine Ertragssprünge zu. Immerhin haben sich die nominalen **Anlagebedingungen** gegenüber 2016 **leicht verbessert**. Die Jahresdurchschnittsrendite 10-jähriger Bundesanleihen kletterte von rund 0,1 % auf etwa 0,4 % in 2017. Für 2018 ist mit einer Fortsetzung dieser Entwicklung zu rechnen. Am Jahresende dürfte die Rendite bei rund 1 % stehen.

Grundlage für steigende Renditen bildet die sich **normalisierende Teuerung**. Deflation ist schon lange kein Thema mehr und 2018 dürfte in der Eurozone im zweiten Jahr in Folge ein Jahresdurchschnitt von rund 1 ½ % erreicht werden. Im Vergleich dazu hinkte die Renditeentwicklung erheblich hinterher, was zu deutlichen realen Vermögensverlusten führte. Ob außer der Europäischen Zentralbank (EZB) viele Anleger bereit sind, zu diesen schlechten Konditionen zu kaufen, ist fraglich. Da ein markanter Teuerungsrückgang in den nächsten Jahren eher unwahrscheinlich ist, wird sich die derzeit offene Schere zwischen Inflationsraten und Renditen vermutlich durch einen Renditeanstieg schließen.

EZB verschleppt Zinswende

Hinzu kommt, dass mit der **EZB** ein äußerst kauffreudiger Kunde nun kürzer treten wird. Zum Jahresbeginn 2018 fährt sie ihr Kaufprogramm von monatlich 60 Mrd. Euro auf 30 Mrd. Euro zurück. Im September 2018 dürfte der geldpolitische Kaufrausch ein Ende finden, was allerdings nicht heißt, dass die EZB als guter Kunde am Anleihemarkt ausfällt. Sie wird lediglich ihren Wertpapierbestand bei dann rund 2,6 Billionen Euro einfrieren und auslaufende Zinstitel durch neue ersetzen.

Einen Schritt weiter ist da die **US-Notenbank**. Sie hat bereits begonnen, ihre Bilanzsumme sukzessive abzubauen. Für US-Renten bedeutet dies spürbar veränderte Rahmenbedingungen, zumal die Fed im kommenden Jahr die Leitzinsen in Richtung 2 % treiben dürfte. Abgelaufene und vom Emittenten neu verpackte Anleihen stehen jetzt wieder frei zugänglich im Verkaufsregal. Es dürfte aber gar nicht so einfach sein, neue Investoren zu finden, zumal Inflation auch in den USA wieder verstärkt wahrgenommen wird. Im Schlepptau der höheren Leitzinsen erwarten wir daher einen Renditeanstieg **10-jähriger US-Treasuries** auf **rund 3 %**.

Die positive Korrelation zwischen Bunds und Treasuries hat insgesamt zwar abgenommen. Eine Abkopplung ist jedoch unwahrscheinlich. Die von den Zentralbanken erzeugte Liquiditätsflut zwingt sie ins gleiche Boot. Die Sorge gilt der Stabilität

der Finanzmärkte. Zwar gibt sich die EZB in dieser Frage gelassen und verweist auf eine verbesserte Regulierung und Aufsicht. Die zunehmenden Warnungen internationaler Organisationen vor möglichen Preisblasen zeigen jedoch das wachsende Unbehagen auf Expertenseite. Im Gegensatz dazu steht eine gewisse **Sorglosigkeit** der Anleger, die sich ebenfalls in sinkenden Geldmarktsätzen an den Terminmärkten widerspiegelt. Seit dem Frühjahr 2017 befinden sich diese, entgegen der konjunkturellen Entwicklung, in einem Abwärtstrend. In Zeiten des Anlagenotstands wächst damit aber die Gefahr, dass sich das Vertrauen in eine lockere Geldpolitik und der wachsende Renditehunger hochschaukeln. Einige Mitglieder des EZB-Rats drängen daher bereits darauf, den geldpolitischen Kurs nicht erst zu ändern, wenn das 2 %-Inflationsziel erreicht ist. Ihre Position sollte von einer anziehenden Teuerung im Verlauf des kommenden Jahres unterstützt werden. Die EZB-Herbstschätzung einer Durchschnittsrate von lediglich 1,2 % in der Eurozone für 2018 dürfte sich als viel zu niedrig herausstellen.

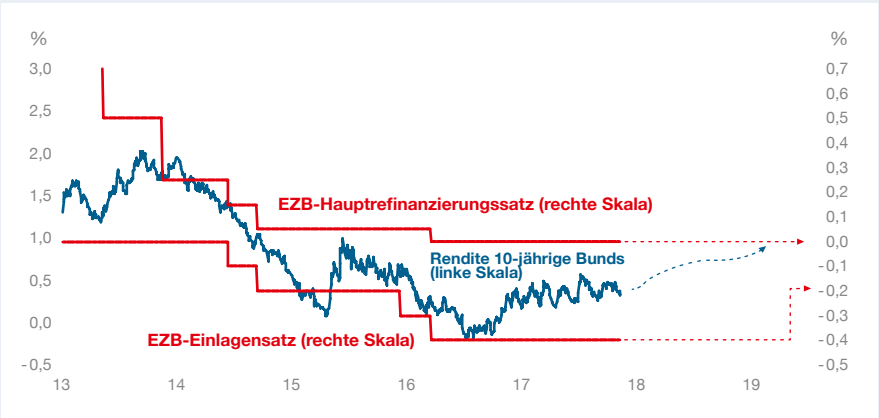
Prognose Ende …	Q2/2018	Q4/2018
3M Euribor	-0,30 %	-0,25 %
10j. Bundesanleihen	0,80 %	1,00 %
10j. US-Treasuries	2,80 %	3,00 %

Mehr Zinsprognosen auf Seite 85

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

> An einer Reduktion des geldpolitischen Expansionsgrads führt letztlich auch in der Eurozone kein Weg vorbei.

2019 wirft Schatten voraus



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Draghi unter Druck

Die EZB zögert zwar mit der Zinswende. Allerdings dürfte dieses Thema die Anleger im Jahresverlauf beschäftigen, insbesondere wenn das Kaufprogramm beendet wird und sich das letzte Amtsjahr von Mario Draghi nähert. Die Frage, die sich dabei stellt, ist: Legt er selber den **Zinshebel** um oder überlässt der EZB-Chef diesen Job ab November 2019 seinem Nachfolger?

Wir vermuten Ersteres. Im Frühjahr 2019 dürfte der Einlagensatz leicht angehoben werden. Bis Jahresende sollte der „Strafzins" endgültig fallen. Der Refinanzierungssatz dürfte erstmals seit 2015 wieder einen positiven Wert aufweisen. Höhere Renditen in Erwartung einer veränderten Geldpolitik im Euroraum würden den Anlagenotstand lindern und damit die Nachfrageseite des Rentenmarktes entlasten. Auf der Angebotsseite könnte die Aussicht auf höhere Zinsen den Reformdruck in der Eurozone erhöhen.

Ulf Krauss

Banken

Problemkredite im Schaufenster



Die Bonität europäischer Banken hat sich in den letzten Jahren deutlich verbessert. Dies ist auch strengeren regulatorischen Anforderungen zu verdanken. In einigen Regionen leidet die Branche aber noch immer unter zu vielen in Schieflage geratenen Krediten. Deren Abbau ist zuletzt in den Fokus der Regulatoren gerückt und dürfte 2018 vermehrt Aufmerksamkeit erhalten.

Die meisten Geldhäuser verbesserten ihre Kapitalstruktur in den letzten Jahren merklich und haben Problembereiche konsequent abgebaut. Auch 2018 dürften sie ihr **Eigenkapital** durch einbehaltene Gewinne und den fortgesetzten Aktiva-Abbau **weiter stärken**. Allerdings könnte das neue Basel-IV-Regelwerk die regulatorischen Eigenkapitalquoten mittelfristig nochmals belasten.

Mit dem Wegfall von Geschäftsaktivitäten und den erhöhten Eigenkapitalquoten ist die **Profitabilität** der Institute jedoch strukturell **gesunken**. Hinzu kommt der Dreiklang aus Niedrigzinsumfeld, hohen regulatorischen Kosten und enormen Investitionen für die Digitalisierung, der wohl auch 2018 auf das Ergebnis drücken wird. Aufgrund des guten wirtschaftlichen Umfeldes rechnen wir zumindest in den Kerngeschäftsfeldern mit einer soliden Gewinnentwicklung. Zudem könnte die allmähliche Reduzierung des EZB-Ankaufprogramms für eine Stabilisierung des Zinsüberschusses sorgen. Allerdings ist mittelfristig mit einem Anstieg der zuletzt historisch niedrigen Kreditausfälle zu rechnen. Der Konsolidierungsdruck und der Trend zur Kostensenkung durch den Abbau von Personal und Filialen bleiben bestehen.

Ein Schwerpunkt wird 2018 auf dem **Verkauf** oder der sonstigen Rückführung des teils noch immer hohen Bestands an **notleidenden Krediten** liegen. Diese summierten sich in Europa zuletzt auf rund 900 Mrd. Euro, wovon etwa ein Viertel auf Italien entfällt. Die EZB-Bankenaufsicht hat diese Problemkredite bereits ins Visier genommen und könnte Anfang 2018 konkrete Zielvorgaben hierzu machen. Aus unserer Sicht ist die Bereinigung der Bankbilanzen eine der wesentlichen Vorbedingungen der Harmonisierung der Einlagensicherung in Europa. Nachdem die gemeinsame Bankenaufsicht und der einheitliche Abwicklungsmechanismus implementiert sind, scheint bei Politik und Regulatoren hohes Interesse zu bestehen, nunmehr auch diese dritte Säule der europäischen Bankenunion umzusetzen.

Die insgesamt sich verbessernde Bonität dürfte die Bewertungen der Bankanleihen weiter stützen. Mit Blick auf die Risiken aus den bestehenden strukturellen Problemen und dem in den Anleihekursen zum Ausdruck kommenden Optimismus gehen wir jedoch von einer leichten Spread-Ausweitung bei erstrangig unbesicherten Bankanleihen aus.

Dr. Susanne E. Knips

Pfandbriefe

Qualitätssicherung „Made in EU“

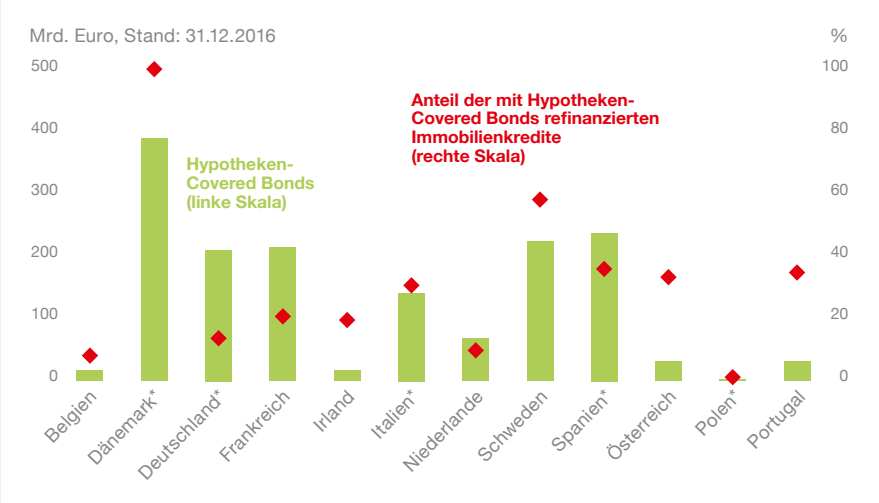
Covered Bonds gelten als verlässliches Finanzierungsinstrument für Banken und sichere Anlage für Investoren. Durch die geplante Schaffung von EU-weiten Mindeststandards will der europäische Gesetzgeber die Qualität des Produkts sichern und dessen Entwicklung in jungen Märkten erleichtern.

Das EU-Projekt zur Harmonisierung von Covered Bond-Regelungen gilt als wichtige Stellschraube der Kapitalmarktunion. Immerhin lag das Gesamtvolumen aller EU-Covered Bond-Märkte 2016 bei rund 2,4 Billionen Euro, hinter denen etwa 20 % der europäischen Hypothekenkredite standen. Allerdings gibt es noch **beträchtliche Qualitätsunterschiede** zwischen Pfandbriefen, Cédulas, Obrigações Hipotecàrias & Co., die sich in den letzten Jahren teilweise noch verstärkt haben. Dazu zählen allen voran bedingte Fälligkeitsverlängerungen, Maßnahmen zur Absicherung von Liquiditätsrisiken oder die Verwendung alternativer Deckungswerte.

Die EU erhofft sich von der Harmonisierung, **grenzüberschreitende Investitionen** in junge Märkte wie Polen oder Tschechien durch eine bessere Vergleichbarkeit der Papiere zu erleichtern. Hierfür sind die Festlegung von Mindeststandards, eine stärkere Vereinheitlichung der Regelwerke sowie eine Vereinfachung des Prüfungsprozesses für institutionelle Investoren wichtige Voraussetzungen.

Die geplante Schaffung von hohen Mindeststandards soll das Produkt **krisenfester** machen. Gleichzeitig zielt die EU-Initiative auf eine Ausweitung der aufsichtsrechtlichen Vorgaben, die Covered Bonds den Status eines qualitativ hochwertigen und sehr liquiden Produkts zusprechen. Durch diese Qualitätssicherung sollen institutionelle Investoren auch zukünftig in den Genuss von aufsichtsrechtlichen Erleichterungen in diesem traditionellen Anlagesegment kommen.

Immobilienkredite zu großen Anteilen mit Covered Bonds finanziert



* Inklusive Gewerbeimmobilienkredite

Quellen: EMF Hypostat, Helaba Volkswirtschaft/Research

Für einige Covered Bond-Märkte dürften die neuen Vorgaben einen Qualitätsanstieg bringen. Bonitätsverbesserungen und günstigere Refinanzierungskosten sind als **positive Nebeneffekte** nicht auszuschließen.

EU-Rahmenwerk wohl an höchsten Standards orientiert

Derzeit spricht vieles dafür, dass die neuen Standards als übergeordnete Grundsätze in Form einer europäischen Richtlinie formuliert werden. Vorteil: Die Ausgestaltung dieser Grundsätze bleibt den nationalen Gesetzgebern überlassen. Aus Anlegersicht bleibt zu hoffen, dass der neuen Marke Covered Bonds „Made in EU“ **hochwertige Zutaten** aus bewährten Systemen mit auf den Weg gegeben werden. Dann stünden die Chancen gut, dass das neue Label zum Verkaufsschlager wird.

Sabrina Miehs



Corporates

Volle Kassen, leere Regale

Die EZB wird wohl auch 2018 der wichtigste Kunde am Corporate Bond-Markt bleiben und bis in den Herbst hinein für ungewöhnlich niedrige Risikoaufschläge sorgen. Das geringe Volumen handelbarer Unternehmensanleihen sorgt derweil für einen dynamischen Primärmarkt und begünstigt die Entwicklung innovativer Anlageformen, wie etwa Green Bonds.

Die Europäische Zentralbank wird bei Unternehmensanleihen auch 2018 wieder kräftig zugreifen. Dafür sorgt zum einen der steigende Anteil der Fälligkeiten in ihrem zuletzt über 120 Mrd. Euro schweren Corporate Bond-Portfolio. „Umtausch, nicht Rückgabe“ dürfte hier bis auf Weiteres die Devise von Mario Draghi lauten. Zum anderen wird die Zentralbank ihre Bestände aber auch weiterhin im größeren Stil aufstocken. Erst mit dem wahrscheinlichen Ende des EZB-Ankaufprogramms im September 2018 rechnen wir auch mit einer spürbaren **Kürzung der Corporate Sector-Käufe.**

> Zweifelsohne hält die EZB die Corporates-Ankäufe für ein äußerst effizientes Mittel ihrer Politik.

Wenig Gefahr für das Corporates-Segment geht zudem vom konjunkturellen Umfeld aus. Robustes Wachstum spricht für eine anhaltend günstige Geschäftslage der europäischen Unternehmen. Das billige Geld hat die Konzerne außerdem bisher nicht zu Akquisitions-Experimenten verleitet, wenngleich sich die M&A-Preise in vielen Branchen inzwischen weit nach oben geschraubt haben. Insgesamt befinden sich die **Bilanzen** der meisten Gesellschaften in einem **soliden**, zuletzt teils sogar verbesserten Zustand. Somit besteht aktuell kaum die Gefahr, dass Bonitätsängste für Unruhe bei den Investoren sorgen.

Bond-Investoren stehen weiterhin Schlange

Für Investoren wird es wohl auch 2018 schwierig bleiben, ihre Gelder unterzubringen. Nicht zuletzt die mageren Staatsanleihezinsen zwingen die Anleger weiterhin dazu, häufiger renditestärkere Corporates auf die Einkaufsliste zu setzen. Gerade am Primärmarkt-Regal dürfte der Super-Investor EZB erhebliches Gedränge verursachen. Somit bleibt nicht ausgeschlossen, dass das zuletzt recht niedrige Spread-Niveau zeitweilig noch einmal sinkt. Im Verlauf des Jahres 2018 sehen wir jedoch einen **moderaten Anstieg** der Risikoaufschläge. Bis dahin werden sich nicht nur die traditionellen Dauer-Emittenten aus dem Versorger-, Telekom- und Automobilsektor freuen. Die günstigen Refinanzierungssätze dürften auch weiterhin Adressen aus Übersee anziehen.

Green Bonds weiter im Kommen

Wie in den Supermärkten wird das Angebot künftig zunehmend auch aus grünen Produkten bestehen. Anleihen, die in Umwelt- und Klimaprojekte fließen, ansonsten jedoch mit konventionellen Papieren nahezu identisch sind, waren lange eine Domäne der Förderbanken. Inzwischen gibt es aber auch **Staatsanleihen, Pfandbriefe, Corporate Bonds und sogar Schuldscheine mit grünem Label.** Der Primärmarkt für solche Titel eilte zuletzt von Rekord zu Rekord. Obwohl er sich 2017 gegenüber dem Vorjahr auf 200 Mrd. US-Dollar verdoppelt hat, stellt er nach wie vor nur eine Nische des weltweiten Anleihemarktes dar. Dennoch: In allen Branchen begreifen immer mehr Unternehmen ressourcen- und klimaschonendes Wirtschaften als Basis einer erfolgreichen Geschäftspolitik. Solche Investitionen mit entsprechenden Instrumenten zu finanzieren bietet die Gelegenheit, diese Überzeugung prominent zu unterstreichen. Gleichzeitig helfen die Etablierung internationaler Standards sowie spezialisierte Analysehäuser dabei, Etikettenschwindel zu vermeiden.

Investoren zunehmend an Nachhaltigkeit interessiert

Dies dürften auch Anleger gerne hören. Sie kaufen ebenfalls immer häufiger in der Bio-Abteilung der Finanzmärkte. Stolze 23 Billionen US-Dollar waren 2016 weltweit schon nach Nachhaltigkeitskriterien angelegt, etwa ein Viertel mehr als noch zwei Jahre zuvor. Dieser Zuwachs spiegelt nicht zuletzt die Erfahrung wider, dass **Unternehmen mit einer vorbildlichen Umweltstrategie** oft auch in anderen Bereichen überdurchschnittlich abschneiden. Emittenten können den neuen Investorenkreis nutzen, um ihre Finanzierungsquellen weiter zu diversifizieren und sich so besser für Engpässe à la 2008 zu rüsten. Dafür müssen sie keineswegs tiefer in die Tasche greifen: Die Spreads der bislang in Europa aufgelegten grünen Corporate Bonds lagen zum Emissionszeitpunkt nie nennenswert über, in vielen Fällen dagegen sogar leicht unter denen älterer Titel der Emittenten. In Europa haben bislang vor allem französische und spanische Unternehmen grüne Anleihen für sich entdeckt. Mit der innogy SE platzierte Mitte Oktober erstmals auch ein deutscher Konzern einen großen Green Bond. Die Chancen stehen gut, dass 2018 gerade hierzulande weitere Firmen folgen. Nicht nur, weil Grün auch eine wichtige Farbe auf der Flagge Jamaikas ist.

Stefan Rausch
Ulrich Kirschner, CFA

EZB wichtiger Taktgeber für Corporate Spreads



p = Prognose

Quellen: Bloomberg, Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Resarch

Aktien

Nur noch Hochpreisiges in der Auslage

„Kaufe günstig, verkaufe teuer!“ lautet eine alte Börsenregel. Nur so lassen sich deutlich überdurchschnittliche Renditen erzielen. Auf dem aktuellen Niveau sind Aktien teuer. Überschaubaren Ertragsaussichten stehen vergleichsweise hohe Risiken gegenüber.

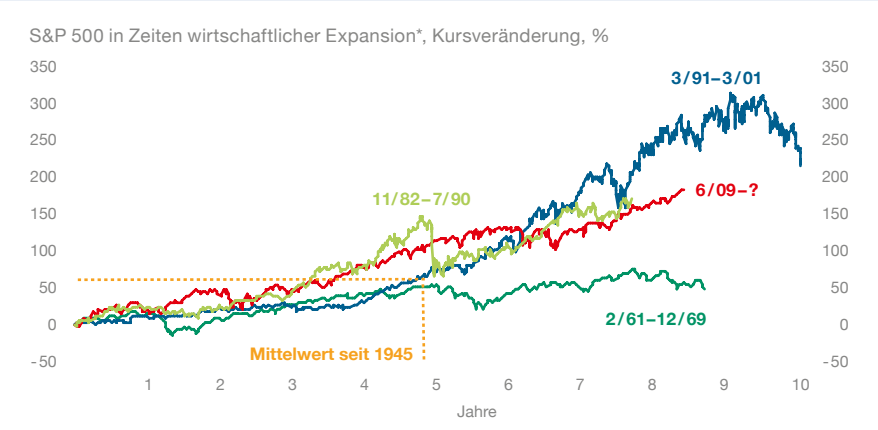
Erwartungsblase bei US-Aktien?

Die US-Leitindizes eilten in den letzten zwölf Monaten von einem Rekordhoch zum nächsten. Nicht einmal die größten Optimisten unter den Wall Street Auguren hatten zu Jahresbeginn einen derart deutlichen Kursanstieg auf dem Zettel. Für Zurückhaltung sorgten damals auch die mit dem Machtwechsel im Weißen Haus verbundenen politischen Unsicherheiten.

US-Präsident Trump zählt nach wie vor zu den umstrittensten Politikern. Die Performance des S&P 500 in den ersten zwölf Monaten nach seiner Wahl kann sich aber sehen lassen. Nicht einmal unter Ronald Reagan, zu dessen wirtschaftspolitischem Kurs einige Marktteilnehmer Parallelen zogen, entwickelten sich US-Aktien im gleichen Zeitraum so positiv. Damit drängt sich unweigerlich die Frage auf, ob mit Blick auf Deregulierung und Steuersenkungen von den Anlegern nicht bereits zu viele **Vorschusslorbeeren** verteilt wurden.

Wo ist die laufende **Hausse im historischen Kontext** einzuordnen? Seit 1945 gab es in den USA elf Wirtschaftszyklen. Der Aufschwung dauerte im Durchschnitt 58 Monate. Während dieser Phase konnte der S&P 500 im Mittel 60 % zulegen. Die aktuelle Expansion läuft bereits seit 100 Monaten und ist damit die drittlängste in der Nachkriegsgeschichte. Was die Kurssteigerung anbelangt, wird sie mit einem Plus von derzeit 180 % nur noch vom New Economy Boom (März 1991 bis März 2001) übertroffen, an dessen Ende beim S&P 500 ein Plus von 215 % stand. Alter und Ausmaß alleine sind aber noch kein stichhaltiges Argument für ein baldiges Ende der Hausse.

US-Hausse: Nur vom New Economy Boom übertroffen



* Kurveränderung ab offiziellem Konjunkturtief bis zum Konjunkturhoch

Quellen: NBER, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft / Research

> Alles Gute ist schon drin!



Kritischer ist jedoch die **Bewertungssituation** zu beurteilen. Auf Basis der wichtigsten Kennziffern waren US-Aktien nur in der Schlussphase des New Economy Booms in den Jahren 1998 bis 2000 höher bewertet. Selbst wenn man unterstellt, dass die Nettoergebnisse der Unternehmen durch eine Steuerreform spürbar stärker steigen als derzeit prognostiziert, liegt das KGV des S&P 500 noch deutlich über dem historischen Durchschnitt von 15. Ohnehin ist die Bewertungsexpansion für eine Phase steigender Leitzinsen untypisch. Da die Fed zudem ihre Bilanzsumme nun allmählich wieder reduzieren wird, droht der Rally am US-Aktienmarkt der Treibstoff auszugehen.

DAX mit ungünstigem Chance-Risiko-Profil

Auch für den DAX war 2017 bislang ein überdurchschnittlich gutes Jahr mit neuen Höchstständen. Insbesondere die EZB-Entscheidung, das Kaufprogramm mindestens bis September 2018 fortzuführen, hat noch einmal für ein Kursfeuerwerk gesorgt. Was soll angesichts der Rückendeckung durch die Geldpolitik eigentlich noch schiefgehen?

Lockere **Geldpolitik** alleine reicht nicht. Dies zeigt ein Blick in die jüngere Historie. Im Frühjahr 2015 feierten die Anleger den Einstieg der EZB in das sogenannte Quantitative Easing. Bis April 2015 schoss der DAX um über 40 % auf 12.375 Punkte. Es folgte ein massiver Einbruch bis Februar 2016 um fast 30 %, obwohl in diesem Zeitraum die Bilanzsumme der EZB aufgrund der Anleihekäufe kontinuierlich anstieg und die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen Richtung Nulllinie fielen. Was war passiert, dass Themen wie Anlagenotstand und relative Attraktivität von einem Moment auf den anderen offensichtlich keine Rolle mehr spielten? Es waren im Wesentlichen Wachstumszweifel, die durch einen massiven Preisverfall bei Rohöl und den Kurseinbruch am chinesischen Aktienmarkt geschürt wurden. Der DAX war damals deshalb so anfällig, weil er mit einem KGV von über 15 teuer war und zu viel Positives vorweggenommen hatte.

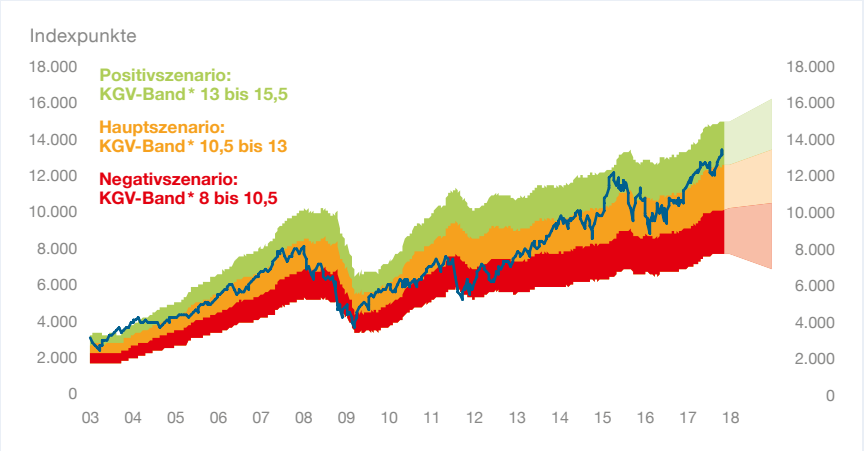
Und wie ist die Situation heute? Aktienanleger sind inzwischen auch hierzulande ausgesprochen sorglos geworden. Da nicht einmal die zeitweilig sehr ausgeprägte politische Unsicherheit Dividendentitel aus dem Tritt brachte, haben sie

fast schon den Nimbus der Unverwundbarkeit erlangt. So zeigt die historisch niedrige implizite Aktienvolatilität, dass die Kursrisiken vom Gros der Marktteilnehmer derzeit als sehr gering eingeschätzt werden. Dabei bewegt sich die **Bewertung** mit einem KGV von rund 14 schon oberhalb des langjährigen Normalbandes. Auf Basis von Kennziffern wie dem Kurs/Cash Flow-Verhältnis ist die Überbewertung sogar noch stärker. Aus fundamentaler Sicht besteht somit für die kommenden Monate kaum Raum für Kurszuwächse.

Dagegen birgt die Kombination aus hoher Bewertung und erhöhter Risikofreude erhebliche Rückschlaggefahren, zumal die **Konjunkturstimmung** vermutlich ihren Höhepunkt erreicht hat. In Phasen rückläufiger Frühindikatoren zog in vergangenen Zyklen die implizite Aktienvolatilität meist sichtbar an und Aktien gaben nach, selbst wenn diese Indikatoren noch oberhalb der Expansionsschwelle lagen.

Im **Hauptszenario** bewegt sich die faire Bewertung für den DAX im KGV-Band zwischen 10,5 und 13. Unter realistischen Annahmen für das Gewinnwachstum ergibt sich daraus eine Kursspanne für den DAX von 10.500 bis 13.500 Punkten. Da Aktien häufig übertreiben, könnten sie zeitweilig durchaus ein positiveres Szenario spielen. Ähnlich wie 2015 sollte man sich für diesen Fall aber darauf einstellen, dass im Jahresverlauf auch der untere Bereich des Fair-Value-Bandes bei rund 10.500 Punkten einem Test unterzogen wird. Auf einem Kursniveau über 13.000 Punkten sind die Risiken deutlich stärker ausgeprägt als das Aufwärtspotenzial.

DAX: Kursrisiken dominieren



* Basierend auf Gewinnschätzungen für die kommenden 12 Monate

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ratenkauf – Erfolgsstrategie für den Vermögensaufbau?

Haben Sie auch schon einmal diese Erfahrung gemacht: Sie entdecken beim Einkaufsbummel etwas, das Ihnen sehr gut gefällt. Allerdings ist es zu teuer. In der Hoffnung, dass es bald reduziert wird, warten Sie ab. Doch Woche für Woche bleibt der Preis unverändert. Inzwischen sind nur noch wenige Stücke verfügbar. Was also tun? Auf den Schlussverkauf warten und riskieren, dass auch das letzte Stück weg ist, oder in den sauren Apfel beißen und den hohen Preis bezahlen? Bei Aktien sehen sich viele Anleger einer ähnlichen Situation ausgesetzt. Die Kurse sind in den vergangenen Jahren stark gestiegen, die Bewertungen sind zumeist sehr hoch, das Chance-Risiko-Verhältnis damit ungünstig.

> „Wir können die Realität nicht unseren Bedürfnissen anpassen. Wir können aber versuchen, das Beste aus der Situation zu machen.

Die Geldanlage ist aber **keine Alles-oder-nichts-Entscheidung**. In Aktien kann mit relativ geringen Einsätzen investiert werden. Legt man einen gleichbleibenden Betrag über einen längeren Zeitraum an, werden bei fallenden Kursen mehr und bei steigenden Kursen weniger Anteile gekauft. Im Gegensatz zur Einmalinvestition ergibt sich ein Mischkurs. Man reduziert damit das Risiko, einen besonders ungünstigen Einstiegszeitpunkt zu erwischen. Allerdings vergibt man natürlich auch die Chancen, die sich aus dem richtigen Timing ergeben.

Ein Beispiel soll die Unterschiede der Strategien verdeutlichen: Der EURO STOXX 50 erreichte unter Einbeziehung der Dividenden auf Basis von Monatsschlusskursen im April 2000 seinen vorläufigen Höchststand. Ein Anleger, der damals mit einer Einmalanlage eingestiegen wäre, hätte bis heute eine magere Rendite vor Transaktionskosten und Steuern von rund 11 % erzielt. Dagegen käme ein Anleger, der monatlich einen gleichbleibenden Betrag in den EURO STOXX 50 investiert hätte, immerhin schon auf gut 55 %. Die **beste Strategie** wäre aber gewesen, zunächst abzuwarten und erst am Tiefststand im März 2003 einzusteigen. Dies hätte einen Gesamtertrag von 177 % ergeben.

> Der Konjunktiv ist der größte Feind des Anlegers: Man trauert verpassten Gelegenheiten nach, anstatt neue Chancen zu ergreifen.

Prognose Ende* …	Q2/2018	Q4/2018
DAX	12.500	12.300
EURO STOXX 50	3.450	3.400
S&P 500	2.450	2.400

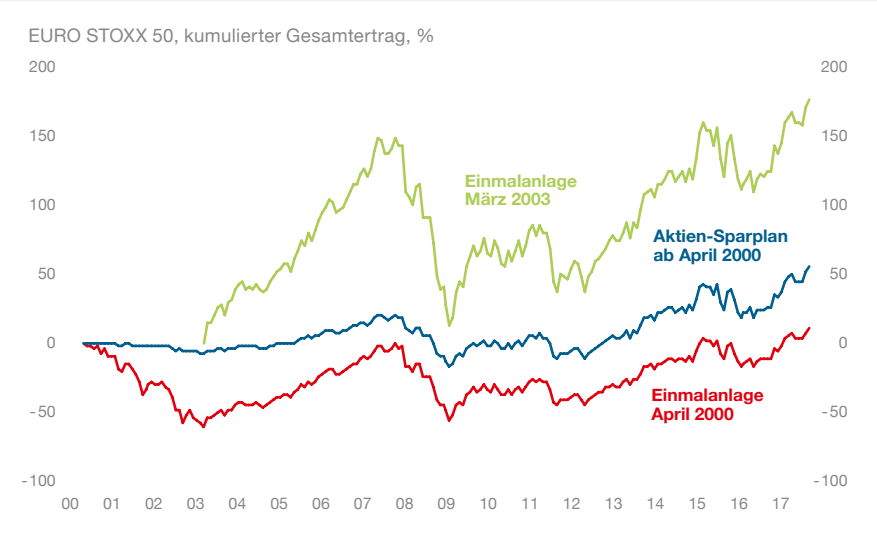
* Indexpunkte, mehr Aktienmarktprognosen auf Seite 85

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Aktienkauf auf Raten ist sicherlich nur die **zweitbeste Lösung**. Das perfekte Timing für den Ein- und Ausstieg erwischen zu können dürfte sich allerdings meist als illusorisch erweisen. Vielmehr verleitet uns die menschliche Natur zu prozyklischem Verhalten. Im Extremfall wird die alte Börsenregel „Buy low, sell high!“ sogar ins Gegenteil verkehrt: Man springt zu spät noch auf den fahrenden Zug auf, verpasst es, rechtzeitig auszusteigen, und verliert kurz vor Erreichen des Kursbodens die Nerven und verkauft. In unserem Beispiel hätte dies einen Verlust von 60 % eingebracht. Aktiensparen ist eine gute Möglichkeit, solche „Timing-Fehler“ zu minimieren – nicht mehr, aber auch nicht weniger!

Markus Reinwand, CFA

Richtiges Timing zahlt sich aus



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research



Rohstoffe und Gold

Gold gehört auf die Einkaufsliste

Die Komplexität der Rohstoffmärkte wird 2018 voraussichtlich noch zunehmen. Bei anhaltender Differenzierung dürften sich die Notierungen mehr oder weniger stabil zeigen.

Das Kaufinteresse an Gold dürfte 2018 wieder steigen. Da die Kombination aus hoher Bewertung und erhöhter Risikofreude erhebliche Rückschlaggefahren bei anderen Vermögenstiteln birgt, wird das gelbe Metall einen neuen nachhaltigen Aufwärtstrend einschlagen.

Erhöhte Komplexität

Ein rohstoffintensiver Wachstumssprung dürfte 2018 weder in den Schwellenländern noch in den OECD-Ländern auf der Agenda stehen. Vielmehr könnte das makroökonomische Umfeld an den Rohstoffmärkten angesichts der zuletzt erreichten Zyklusphase bereits 2018 leicht dämpfend wirken.

An den physischen Märkten haben sich die Reaktionsmuster in der letzten Dekade verändert. So erhöhten sich die Preiselastizitäten vor allem auf der Nachfrageseite. Hierin spiegeln sich zum einen Effizienzsteigerungen aufgrund technologischer Veränderungen und zum anderen neue Konsumentengewohnheiten infolge der **Digitalisierung** wider. Zusammen mit der Wechselhaftigkeit der Finanzinvestoren hat dies bei einer zunehmend unorthodoxen Wirtschaftspolitik die Komplexität der Rohstoffmärkte erhöht.

2018 eher uneinheitlich

Die Rohstoffgruppen werden 2018 wohl erneut sehr unterschiedlich abschneiden. Industrierohstoffe als Gewinner des Jahres 2017 dürften den Zenit überschreiten. Diverse Primärmetalle haben auch **spekulativ** getrieben Preisregionen erreicht, die selbst in China mit Sorge betrachtet werden. Substitutionsanstrengungen nehmen bereits zu. Natürlich spielen auch geringere Investitionen in neue Vorkommen während der letzten Jahre und niedrigere Erzqualitäten eine Rolle. Gleichzeitig hat

sich die Kostensituation grundsätzlich verbessert. Das Angebot dürfte aufgrund der höheren Preise wieder ansteigen.

Prognose Ende …	Q2/2018	Q4/2018
Brentöl $/bbl	62	60
Gold $/oz	1.370	1.420

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Rohöl Brent: Preisspektrum umstritten

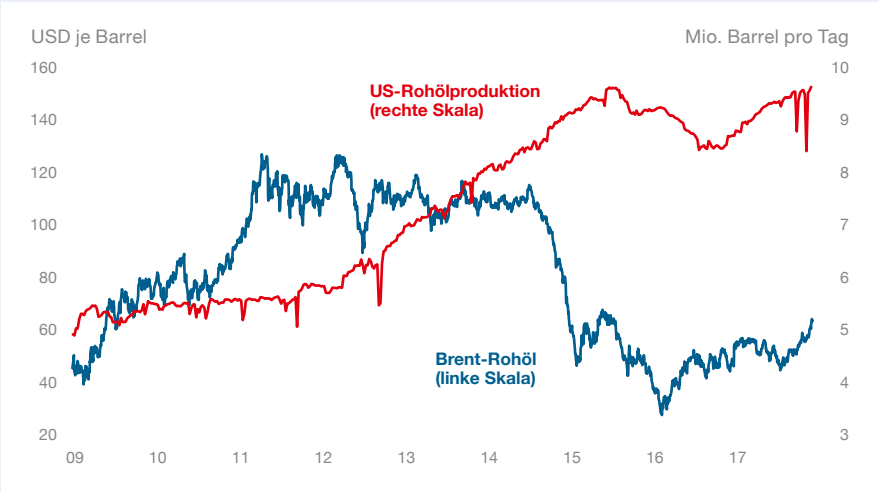
Preisprognosen für Mineralölprodukte bewegen sich gegenwärtig auf relativ dünnem Boden. Das Spektrum für 2018 fällt bei Brent-Rohöl je nach unterstelltem Szenario mit 40 bis 80 US-Dollar je Barrel recht breit aus. Jedenfalls wird aufgrund der unterschiedlichen Ziehkräfte die **Volatilität** der Rohölnotierungen hoch bleiben.

Folgt man den Optimisten, so lassen die dynamische Rohölnachfrage sowie die anhaltende Förderdisziplin der OPEC und Russlands den Preis für Brent 2018 weit über 60 US-Dollar je Barrel steigen. Gleichzeitig zeigen geringe Investitionen in die Erschließung neuer Vorkommen zunehmend Wirkung. Schließlich könnten bei einem geräumten Markt politische Spannungen vor allem im Nahen Osten zu spürbaren Risikoaufschlägen führen.

Die Pessimisten schätzen die Nachfrageentwicklung nach einer temporären Beschleunigung im Sommer 2017 als weniger dynamisch ein und rechnen mit einer neuen großen Angebotswelle des US-Schieferölsektors. Am Ende soll es hierdurch zu einer preisdrückenden Ölschwemme kommen. Verschärfend wirkt dabei die Auflösung extrem hoher spekulativer Long-Positionen an den Terminmärkten. Notierungen im Bereich von 40 US-Dollar je Barrel sind dann angesagt. Digitalisierung, Elektrifizierung und Dekarbonisierung dämpfen gleichzeitig die Preiserwartungen.

Wahrscheinlich liegt die Wahrheit für 2018 in der Mitte. Nach dem markanten Preisanstieg seit dem Zwischentief im Sommer 2017 werden sich allmählich Reaktionen bei Angebot und Nachfrage einstellen. Sie dürften einen Durchmarsch in Richtung 80 US-Dollar je Barrel verhindern. Gleichzeitig sollte man die noch vorhandene Schlagkraft des US-Schieferölsektors nicht überschätzen. Einen angebotsgetriebenen Preisabsturz in den Bereich von 40 US-Dollar je Barrel dürfte mittlerweile auch die Schieferölindustrie nicht mehr auslösen. Außerdem ist nicht mit einem massiven Anstieg des Außenwerts des US-Dollar wie 2014 zu rechnen. Eine Brent-Prognosespanne von **50 bis 70 US-Dollar** je Barrel erscheint somit für 2018 plausibel.

US-Ölförderung erhöht Unsicherheit



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gold in Wendeformation: Ausbruch in Richtung 1.600 USD?



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gold: Realzinsen irritieren nur temporär

Nach der Jahreswende 2015/2016 erhielt der Goldpreis vor allem aufgrund deutlich niedrigerer Realzinsen neuen Auftrieb. So fiel die Realrendite von 10-jährigen US-Staatsanleihen zwischen Herbst 2015 und Sommer 2016 von rund 2,5 % bis in den Bereich der Nulllinie. Seit der Trump-Wahl im November 2016 ist der Aufstieg des gelben Metalls allerdings mühsamer geworden. Die Renditeerwartungen schwankten von nun an mit den Einschätzungen über die wirtschaftspolitischen Aktivitäten der neuen US-Präsidentschaft.

Indessen bewegt sich die US-Realrendite weiter um die Nulllinie. Sie wird voraussichtlich auch 2018 dem Goldpreis **Rückenwind** geben, selbst wenn sie dann eher ein wenig höher liegt. Ein stärkerer Anstieg der Nominalrenditen würde letztendlich durch entsprechend höhere Inflationsraten kompensiert.

Anziehungskraft steigt weiter

Bei erhöhter Wachstumsdynamik, moderater Inflation und anhaltend lockerer Geldpolitik legten die klassischen Risikoanlagen 2017 kräftig zu. Die relative Bewertung von Gold ist damit nicht nur mit Blick auf Staatsanleihen, sondern auch in Bezug auf Aktien, Unternehmensanleihen und Immobilien noch attraktiver geworden. Die Inflation der Vermögenspreise dürfte schließlich den **Absicherungsbedarf** der Finanzinvestoren auch in Form von physischem Gold spürbar ansteigen lassen.

Auch die **Zentralbanken** und **Staatsfonds** greifen bei Gold zu. Immerhin haben US-Staatsanleihen aufgrund des enormen Schuldenaufbaus, der unkonventionellen Geldpolitik und der abnehmenden politischen Berechenbarkeit nicht mehr uneingeschränkt den Status der „risikofreien Anlage“. Aber nicht nur in den Industrie-, sondern auch in den Schwellenländern ist die Verschuldung stark gestiegen.

Im Übrigen wurden an den Finanzmärkten die **politischen Risiken** zuletzt weitgehend ausgeblendet. Die Unsicherheit in Europa hat zwar erst einmal nachgelassen. Die strukturellen Probleme bestehen aber weiterhin und werden nur temporär durch positive Konjunktureinflüsse kaschiert. Jedenfalls zeigt die Geschichte, dass bei ökonomischen Verwerfungen die Staaten mit den höchsten Goldbeständen nicht die schlechtesten Karten haben.

Gold scheint auch hinsichtlich der Markttechnik nach einer langjährigen Konsolidierung in eine entscheidende Phase eingetreten zu sein. Der bis 2011 zurückreichende mittelfristige Abwärtstrend wurde zuletzt überschritten. 2018 könnte sich die aktuell gegebene Wendeformation im positiven Sinn bestätigen. Dann bestünde auch charttechnisch ordentlich **Luft nach oben**. Der Goldpreis dürfte 2018 über 1.400 US-Dollar pro Unze steigen.

Heinrich Peters



Immobilien

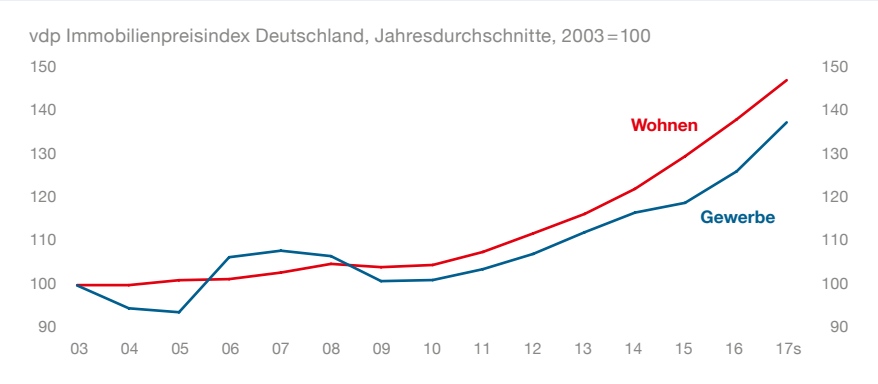
Keine Schnäppchen mehr im Angebot

Immobilien befinden sich in einem scheinbar perfekten Umfeld: gute Konjunktur, sehr niedrige Zinsen, moderate Bautätigkeit. Gibt es überhaupt irgendwelche Risiken?

Viele Investoren möchten nach wie vor ihre reichliche Liquidität in Immobilien anlegen. Ihr Einkaufserlebnis wird aber wohl 2018 vielfach enttäuschend ausfallen. Denn Schnäppchen sind längst nicht mehr im Angebot. Qualitätsimmobilien sind weitgehend ausverkauft, Nachschub gibt es kaum. Und wer will schon zur Resterampe gehen, an der weniger hochwertige Immobilien mit höheren Risiken stehen?

Gemessen an historischen Maßstäben befindet sich der Immobilienzyklus bereits in einer reifen Phase. Ein Ende des Aufwärtstrends zeichnet sich jedoch 2018 noch nicht ab. Denn die Rahmenbedingungen bleiben positiv. Allerdings sind schon heute in vielen Immobilienmärkten Überbewertungen zu beobachten, die auch durch eine positive Mietentwicklung nicht spürbar abgebaut werden. Die Immobilienwerte steigen also weiter – in Deutschland sowohl am Wohnungsmarkt als auch im gewerblichen Bereich. Dank der lebhaften Flächennachfrage sollten sich Büroimmobilien tendenziell besser entwickeln als Einzelhandelsimmobilien, die vor allem in weniger begünstigten Lagen zunehmend unter dem schnell wachsenden Online-Handel leiden. Noch sind die Marktteilnehmer nicht euphorisch und die Kreditvergabe ist weitgehend unauffällig – zumindest diese Indizien sprechen gegen eine Überhitzung. Das vermutlich größte Risiko für die inzwischen anspruchsvoll bewertete Assetklasse liegt in einem deutlichen Zinsanstieg.

Deutsche Immobilienpreise weiter im Aufwind



s = Schätzung

Quellen: Verband Deutscher Pfandbriefbanken, Helaba Volkswirtschaft / Research

Offene Immobilienfonds noch attraktiv

Die Rendite Offener Immobilienfonds in Deutschland bewegt sich seit mehreren Jahren in einem engen Band zwischen 2 % und 3 %. Für das kommende Jahr rechnen wir für den Durchschnitt der Publikumsfonds mit einer Performance von rund 2 ½ %. Angesichts der immer noch sehr niedrigen Renditen am Anleihemarkt bleibt die Anlageform relativ attraktiv. Schwer abzuschätzen sind die Auswirkungen des Investmentsteuergesetzes auf die Performance der einzelnen Fonds. Zumindest führt die künftige Besteuerung von Wertzuwächsen bei Immobilienverkäufen, die länger als zehn Jahre gehalten werden, zu einer etwas höheren steuerlichen Belastung, die die Rendite insgesamt beeinträchtigen könnte. Das Mittelaufkommen Offener Immobilienfonds dürfte trotz einzelner Maßnahmen zur Begrenzung der Zuflüsse 2018 ähnlich ausfallen wie im Vorjahr.

Deutscher Wohnungsmarkt läuft weiter

Die Preise für deutsche Wohnimmobilien werden 2018 weiter zulegen, da sich an den Treibern des langjährigen Aufschwungs grundsätzlich nichts ändert. Ungeachtet des leichten Anstiegs der Hypothekenzinsen bleiben die Finanzierungskonditionen sehr günstig. Die Bevölkerung wächst, vor allem die starke Binnenwanderung in die großen Ballungszentren wird anhalten. Damit steht einer weiterhin steigenden Nachfrage nach Wohnraum ein nur moderat zunehmendes Angebot gegenüber. Daran dürften auch etwaige **Maßnahmen einer neuen Bundesregierung** zur Förderung des Wohnungsbaus (wie verbesserte Abschreibungsmöglichkeiten, Wiedereinführung eines Baukindergelds oder mehr sozialer Wohnungsbau) kurzfristig nichts ändern.

Schon die bereits hohe Kapazitätsauslastung in der deutschen Bauwirtschaft dürfte eine kräftigere Expansion der Wohnungsbautätigkeit verhindern. Schätzungsweise rund 320.000 Fertigstellungen im kommenden Jahr steht ein Bedarf von rund 400.000 Wohnungen gegenüber. Weiter **steigende Hauspreise** vor allem in den Ballungsräumen sind die Folge. Allenfalls könnte der Aufwärtstrend in besonders teuren innerstädtischen Lagen an Grenzen stoßen, weil die Erschwinglichkeit für viele Interessenten nicht mehr gegeben ist. Diese dürften dann an die Ränder der Agglomeration ausweichen.

Dr. Stefan Mitropoulos

Prognose	2017s	2018p
Helaba OIF-Index*, % gg. Vj.	2,5	2,4

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

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Devisen

Shopping-Tour in die USA noch verschieben?

Der Euro ist zurück. Nein, er ist nicht unter die Parität gefallen, sondern strotzt sogar vor Kraft und gehört zu den stärksten Währungen 2017. Politischer und konjunktureller Rückenwind trugen den Euro-Dollar-Kurs zeitweise über 1,20. Spiegelbildlich setzte der US-Dollar zum Sinkflug an. Ist dies nun die große Trendwende am Devisenmarkt oder die Euro-Stärke doch nur ein Strohfeuer?

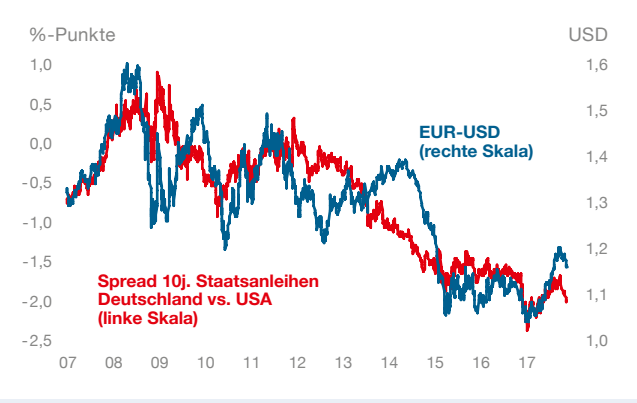
Die Geldpolitik stützt 2018 zunächst den US-Dollar. Während die EZB vorerst nur sehr zögerlich von ihrem extrem expansiven Kurs abrückt, vermindert die Federal Reserve sukzessive ihre lockere Politik. Die US-Notenbank setzt ihren Zinserhöhungszyklus fort. Den vier bisherigen Anhebungen dürfte sie noch weitere Schritte auf gut 2 % bis Ende 2018 folgen lassen. Der ohnehin auf ein langjähriges Hoch gestiegene kurzfristige US-Renditevorteil gegenüber europäischen Anleihen wird sich 2018 sogar noch ausweiten, bei langfristigen Renditen ist die Differenz ebenfalls ausgeprägt. Bereits die aktuellen **Zinsdifferenzen** deuten auf eine Dollar-Aufwertung hin. Zudem verringert die Fed ihren Anleihebestand, während die EZB ihre Zukäufe vorerst nur verlangsamt.

Vorübergehende Hilfe von der US-Politik

Die US-Finanzpolitik könnte der eigenen Währung ebenfalls positive Impulse geben, nachdem diese bislang die Erwartungen enttäuscht hatte. Eine umgesetzte Steuerreform würde die Konjunktur zumindest anregen, was indirekt den US-Dollar stützt. Mutmaßlich umfasst ein Reformpaket **Anreize zur Rückführung** von im Ausland geparkten Unternehmensgewinnen. Zwar würden diese Auslandsguthaben nur teilweise in die USA repatriiert werden, zumal sie in erheblichem Maße bereits in US-Währung angelegt sind. Jedoch sollte der US-Dollar davon immerhin einen kleinen Schub bekommen.

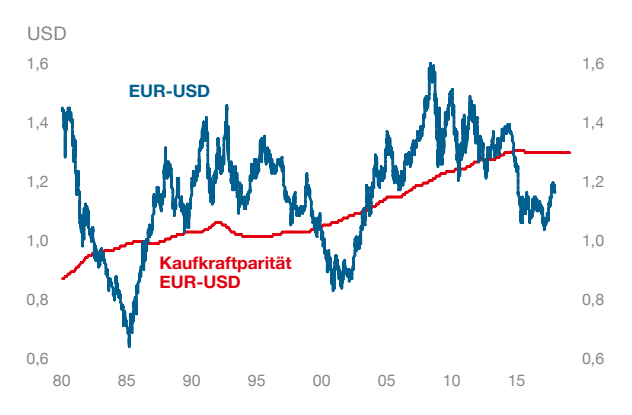
> I like a dollar that's not too strong. I mean, I've seen strong dollars. And frankly, other than the fact that it sounds good, lots of bad things happen with a strong dollar. Donald J. Trump

Renditedifferenzen stützen den US-Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Euro langfristig weiter unterbewertet



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Jenseits steuerlicher Maßnahmen wird die Trump-Regierung jedoch den Greenback kaum unterstützen. In der Vergangenheit waren dauerhaft höhere Haushaltsdefizite sowieso eher eine Belastung für den US-Dollar. Vor allem hat die Regierung aufgrund ihrer **prinzipiell protektionistischen Ausrichtung** kein Interesse an einer zu starken Währung. Trump übt zwar nur einen mittelbaren Einfluss auf die Wechselkurse aus. Dennoch spielt die Einstellung der US-Regierung insbesondere in der langfristigen Perspektive eine nicht zu unterschätzende Rolle.

Prognose Ende* ...	Q2/2018	Q4/2018
US-Dollar	1,15	1,20
Japanischer Yen	125	128
Britisches Pfund	0,90	0,85
Schweizer Franken	1,15	1,15

* Kurs gg. Euro; mehr Devisenprognosen auf Seite 86

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Bewertung spricht gegen US-Dollar

Die Neigung zu einem schwächeren US-Dollar ist nicht ganz unbegründet. Trotz der Abwertung 2017 gilt die US-Währung im langfristigen Vergleich weiterhin als teuer – insbesondere in Relation zum Euro, obwohl der Abstand zur Kaufkraftparität nicht mehr extreme Niveaus wie Anfang 2017 erreicht. Die teure US-Währung spiegelt sich im Außenhandel wider: Das US-Defizit fällt hier ohne Berücksichtigung des Energiesektors („Fracking“) ziemlich hoch aus, selbst wenn sich der Fehlbetrag in der gesamten Leistungsbilanz auf moderatem Niveau befindet.

Die Leistungsbilanz der Eurozone steht schon seit längerem glänzend da. Die konjunkturellen Verbesserungen mildern die Verschuldungszahlen der öffentlichen Hand. Da sich die Arbeitsmärkte in der Eurozone sukzessive erholen, wächst in der langen Frist der Anpassungsbedarf für die Geldpolitik. Die EZB agiert zwar sehr vorsichtig, grundsätzlich hat sie jedoch den Schalter bereits umgelegt. Die phasenweise Einengung der langfristigen Zinsdifferenzen gegenüber den USA deutete dies 2017 schon an. Wohl noch nicht 2018, aber im ersten Halbjahr 2019 stehen **erste Zinserhöhungen der EZB** vor der Tür. Neben den längerfristigen Bewertungsaspekten dürfte bereits eine sich abzeichnende Zinswende den Euro im Verlauf von 2018 stärken.

Kurswechsel beim Wechselkurs?

Auch wenn Markttiming schwierig ist: In der kürzeren Frist deutet einiges auf einen niedrigeren Euro-Dollar-Kurs hin. In der längeren Perspektive wird der Euro aber gegenüber der US-Währung wieder zulegen können. Wir erwarten daher, dass sich der **Euro-Dollar-Kurs 2018** zunächst im unteren Bereich eines Bands von **1,10 bis 1,20** bewegt. Im späteren Jahresverlauf dürfte der Euro aber wieder in Richtung 1,20 klettern. Seine Erholung ist mehr als nur ein Strohfeuer.



Pfund weiter im Brexit-Sog

Das Britische Pfund leidet weiterhin unter dem Brexit, auch wenn die Talfahrt ins Stocken geraten ist. Das fundamentale Umfeld spricht sogar für ein stärkeres Pfund Sterling. Das britische Wachstum geriet zwar in Relation zur Eurozone ins Hintertreffen. Dafür preschte die Bank of England mit einer **Zinswende** vor. Der kurzfristige Renditevorteil des Pfunds gegenüber dem Euro befindet sich auf einem Zehn-Jahres-Hoch. Trotz einer 2018 vorsichtigen Notenbank zeichnet sich keine markante Einengung des Zinsvorteils ab. Zudem stützen langfristige Bewertungsindikatoren das Pfund.

Wäre da nur nicht der Brexit. Die **politischen Unsicherheiten** bestehen fort, so dass deswegen ein Bewertungsabschlag berechtigt erscheint. 2018 dürften weniger die fundamentalen Daten den Wechselkurs beeinflussen, sondern mehr die Fortschritte bei den Verhandlungen mit der EU bzw. die Sorgen vor einem Scheitern. Rückschläge werden das Pfund belasten, Annäherungen begünstigen es. So dürfte der **Euro-Pfund-Kurs 2018** im Bereich von **0,85 bis 0,90** schwanken.

Franken fängt sich

Der Schweizer Franken zählt 2017 zu den großen Verlierern am Devisenmarkt. Die politische Entspannung in der Währungsunion sowie ein allgemein höherer Risikoappetit verminderten die Nachfrage nach dem sicheren Anlagehafen. Konjunkturell erlitt die Schweiz eine kleine Durststrecke. Jedoch deuten jüngste Daten und Frühindikatoren eine **stärkere Dynamik** an, so dass sich das Wirtschaftswachstum 2018 auf rund 1,5 % in etwa verdoppeln dürfte. Sogar die Inflation stieg klar in positives Terrain und wird 2018 das Niveau von 0,7 % verteidigen können.

Die Schweizer Notenbank hingegen wird sich weiter an der EZB orientieren und daher zumindest 2018 ihren Leitzins nicht anheben. Die Zinsdifferenzen gegenüber dem Euro geben aber eher dem Franken Unterstützung. Die Schweizer Währung ist zwar langfristig weiter überbewertet, jedoch nicht mehr so extrem. Selbst wenn nach einem Dämpfer die freundliche Euro-Stimmung wieder aufgenommen wird, dürfte der **Euro-Franken-Kurs** seinen Anstieg 2018 kaum fortsetzen und nach temporären Rücksetzern **um 1,15** notieren.

Yen nicht im Ausverkauf

Der Japanische Yen stand 2017 gegenüber dem Euro unter Druck. Während rund um die Welt die Notenbanken wenigstens in Trippelschritten eine Abkehr von ihrer expansiven Geldpolitik planen, bewegt sich die Bank of Japan überhaupt nicht. Daher deuten Zinsdifferenzen gegenüber dem US-Dollar auf einen schwächeren Yen. Allerdings relativieren sich die Renditedifferenzen im langfristigen Vergleich insbesondere gegenüber dem Euro. Auch andere Indikatoren zeigen eine günstige Bewertung des Yen an, der fast rekordhohe Leistungsbilanzüberschuss Japans untermauert dies. Zudem könnte ein **nachlassender Risikoappetit** an den Finanzmärkten die Nachfrage nach dem Yen steigern. Per saldo dürfte der **Yen 2018** gegenüber Euro und US-Dollar **leicht zulegen**.

Christian Apelt, CFA

Bitcoin

Revolution des Geldsystems?

Bitcoins machen mit Rekordkursständen immer wieder Schlagzeilen. So mancher wähnt das Ende der etablierten Geldsysteme und stimmt den Abgesang auf Banken und Zentralbanken an. Kommt die Revolution des Geldsystems?

Bitcoin basiert – wie viele andere Kryptowährungen – auf der Blockchain-Technologie. Darunter wird eine dezentrale Datenbank verstanden, die durch eine vielfache Speicherung verschlüsselter Daten gesichert wird, um eine Manipulation der Datensätze zu verhindern.

Netzwerk unter Gleichen?

Um Bitcoin zu nutzen, schließen sich Akteure zu einem Netzwerk zusammen. Innerhalb dessen werden alle Transaktionen abgewickelt und verbucht, und zwar so, dass jeder Teilnehmer immer die gleichen Informationen besitzt. Die einzelnen Informationen sind zwar verschlüsselt und anonym, die Aktivitäten letztlich aber öffentlich, damit die Rechtmäßigkeit der Transaktionen geprüft werden kann. Dies geschieht durch aufwendige Rechenoperationen, die von allen Netzwerkcomputern simultan ausgeführt werden. Teilnehmer, die als erstes einen rechtmäßigen Block von Transaktionen erstellen, erhalten einen Ertrag in Form von **neu geschaffenen Bitcoins gutgeschrieben (Mining)**. Der Zuwachs an Währungseinheiten durch dieses Schürfen reduziert sich nach einem festgelegten Muster und sorgt für eine langsame Annäherung an den auf 21 Mio. festgelegten Maximalbetrag, von denen bereits 16,6 Mio. Stück erzeugt wurden. Des Weiteren konkurrieren die Teilnehmer um Transaktionsgebühren. Je höher diese sind, desto eher wird das Netzwerk eine Transaktion bestätigen. **Kritisch** zu beurteilen ist die Tatsache, dass spezialisierte Mining-Pools mit extrem hohen Rechenkapazitäten existieren, wodurch die Idee eines „Geldschöpfungsprozesses unter Gleichen“ konterkariert wird.



Geldfunktionen werden nicht erfüllt

Darüber hinaus muss gefragt werden, ob Digitalwährungen Geld darstellen. Dies lässt sich anhand der Geldfunktionen (Tauschmittel, Recheneinheit, Wertaufbewahrungsmittel) überprüfen. Die **Tauschmittelfunktion**, die wir wegen der Effizienzsteigerung gegenüber der Tauschwirtschaft als besonders wichtig ansehen, wird nicht erfüllt. Bitcoin stellt in Deutschland und der Eurozone kein gesetzliches Zahlungsmittel dar und eine breite gesellschaftliche Nutzung ist nicht zu konstatieren, wenngleich die Verbreitung von Bitcoin auf niedrigem Niveau zulegt. Die Zahl der Akzeptanzstellen ist aber nach wie vor äußerst gering. Zudem fehlt die Auszeichnung von Preisen in Bitcoin, so dass dieser auch nicht als **Recheneinheit** genutzt wird. Die **Wertaufbewahrung** gestaltet sich ebenfalls schwierig, denn eine zukünftige Akzeptanz des Cybergeldes ist ungewiss. Darüber hinaus zeugen

die Kursschwankungen von einem hohen Risiko und die inflationäre Schaffung von neuen Kryptowährungen (aktuell existieren über 1.200) sorgt für zusätzliche Unsicherheit.

Geld existiert, weil es effizient ist – Bitcoin auch?

Die Erfüllung der Geldfunktionen ist aktuell nicht gegeben. Unseres Erachtens ist auch nicht damit zu rechnen, dass das Cybergeld schon bald im Alltag massenhaft zum Einsatz kommt. Zum einen ist die Leistungsfähigkeit mit rund 300.000 verbuchten Transaktionen pro Tag unzureichend, denn nicht einmal der Bedarf einer mittleren deutschen Großstadt wäre gedeckt. Der jährliche **Energieverbrauch** des Bitcoin-Netzwerkes entspricht aber schon jetzt der 1,5-fachen Jahresleistung eines Kernkraftwerks.

Zum anderen hält die Mehrheit der Bitcoin-Besitzer diese aus spekulativen Motiven und nicht, um damit zu bezahlen. Sollte es sich dabei um das Wertaufbewahrungsargument handeln, so kommt hier möglicherweise das **Gresham'sche Gesetz** zum Ausdruck, wonach Währungen mit vermuteten Wertsteigerungen gehortet werden und die nicht dauerhaft werthaltige oder überbewertete Währung zu Transaktionszwecken genutzt wird. Die Notenbanken sollten diesen Aspekt insbesondere vor dem Hintergrund der unkonventionellen Geldpolitik der letzten Jahre grundsätzlich im Blick behalten.

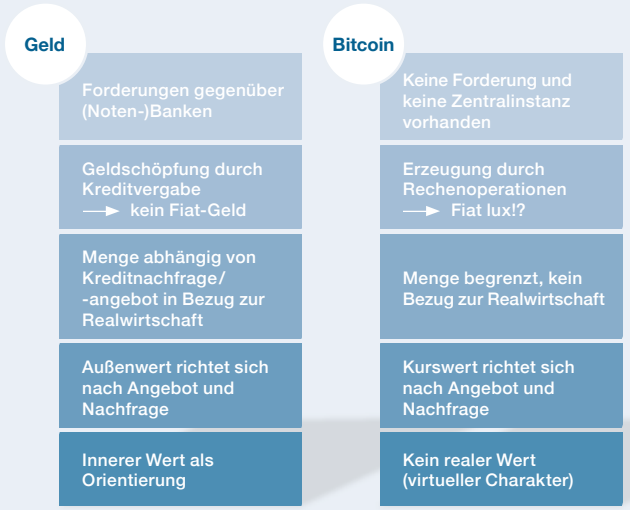
Virtueller Charakter

Für das Verständnis der Kryptowährungen ist entscheidend, dass der Besitz eines kryptografischen Schlüssels keine Forderung begründet. Es handelt sich lediglich um das Recht, Einheiten der Kryptowährung zu transferieren. Giralgeld dagegen begründet Forderungen gegenüber Geschäftsbanken auf Herausgabe von Bargeld. Bargeld stellt wiederum eine Forderung gegenüber der Zentralbank dar, die zur Deckung Gold- und Devisenreserven sowie Vermögensgegenstände von im Währungsraum Ansässigen besitzt. Bei Kryptowährungen steht weder ein zentraler Ansprechpartner zur Verfügung, noch ist den Coins ein Vermögensgegenstand gegenübergestellt. Vielmehr entstehen neue Coins aus dem Nichts, für netzimmanente Berechnungen **(Fiat lux!)**. Das ist der virtuelle Charakter und ihr Wert daher fundamental nicht zu bestimmen. Das Wesen des bestehenden Geldsystems ist es hingegen, dass es über einen gesetzlich geregelten Kreditvergabeprozess mit der Realwirtschaft verbunden ist.

Die Existenz von Geld ist seit jeher mit Effizienzsteigerungen verbunden. Die technologischen Entwicklungen innerhalb der Geldsysteme machen große Fortschritte und die Möglichkeit, die Blockchain-Technologie dafür zu nutzen, kann für weitere Effizienzgewinne sorgen. Dass dies mit einem **Wechsel des Währungsregimes** hin zu nichtreguliertem, nichtstaatlichem Kryptogeld, also mit einer Revolution des Geldsystems, einhergeht, ist **keine ausgemachte Sache**. Insofern ist jedes Engagement eine Wette auf die Zukunft der Cyberwährung und mit extrem hohem Risiko verbunden.

Ralf Umlauf

Unterschiede zwischen Geld und Bitcoin



3 BAURUINE (10%)



Alternativszenario

Bauruine (10 %)

In unserem negativen Alternativszenario „Bauruine“ brechen strukturelle Schwächen auf und führen zu einem globalen Abschwung. Verteilungskonflikte nehmen zu. Die Politik reagiert mit Protektionismus. Globalisierung und Welthandel werden zurückgedrängt. Die Investitionstätigkeit leidet unter wirtschaftlicher und politischer Unsicherheit. Angesichts drohender Arbeitsplatzverluste drosseln die Haushalte ihren Konsum.

Das Vertrauen in die Stabilität des Finanzsystems schwindet. Die Risikoscheu der Anleger steigt sprunghaft. Sie suchen Zuflucht in sicheren Anlageklassen. Wir messen diesem Szenario eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 10 % bei.

Hohe Verschuldung lähmt

Ein Jahrzehnt nach der Finanzkrise wird deutlich, dass die **Lösung das eigentliche Problem** ist. Durch die extrem expansive Geldpolitik der letzten Jahre wurden die Schuldner massiv entlastet. Anstatt die Zinsersparnisse zu nutzen, um die hohe Verschuldung wieder auf ein nachhaltiges Niveau zu reduzieren, ließ man die Zeit ungenutzt verstreichen. In den Industrieländern verharrten die Verbindlichkeiten von Staat, Unternehmen außerhalb des Finanzsektors und privaten Haushalten in der Summe auf dem hohen Krisenniveau.

> Der strukturelle Belastungsfaktor hohe Verschuldung bringt die Weltwirtschat ins Wanken.

Allein schon aus **demografischen** Gründen wäre hier ein Abbau dringend geboten. Immerhin verteilt sich die Schuldenlast auf einen immer kleiner werdenden Anteil von Personen im erwerbsfähigen Alter. Gleichzeitig steigen die Ausgaben der Sozialversicherungssysteme. Die daraus entstehenden wachstumshemmenden Probleme lassen sich am Beispiel Japans, wo der Anteil der Erwerbsbevölkerung bereits seit 1990 sinkt, eindrucksvoll nachvollziehen.

Selbst in China verschiebt sich die Bevölkerungsstruktur: Der Anteil der 15- bis 64-Jährigen nimmt auch dort bereits ab. Gleichzeitig schloss die **Gesamtverschuldung** Chinas in den vergangenen Jahren zu der in den Industrieländern auf. Insbesondere bei Staatsunternehmen hat sie drastisch zugenommen. In unserem negativen Alternativszenario „Bauruine“ gelingt es dem chinesischen Staat nicht, sogenannte Zombie-Unternehmen noch länger am Leben zu halten. Zudem kollabiert der überhitzte chinesische Immobilienmarkt. Der Abwärtsstrudel der Volksrepublik erfasst die gesamte Weltwirtschaft.

US-Wachstum bricht ab, Deutschland in der Rezession

Auch in den **USA** wird die hohe Staats- und Unternehmensverschuldung zum Problem. Die US-Unternehmen sind inzwischen sogar stärker verschuldet als vor der Finanzkrise. In großem Stil wurden eigene Aktien zurückgekauft und Dividenden ausgeschüttet, anstatt durch Investitionen die Produktivität zu erhöhen und die mittelfristigen Wachstumsperspektiven zu verbessern.

Aufgrund des schwachen Wachstums treten Verteilungskonflikte in den Vordergrund. Präsident Donald Trump setzt auf eine umfassende **Abschottungsstrategie**. Zölle und Handelsbarrieren werden errichtet. Es droht sogar ein Handelskrieg mit China. Selbst die transatlantischen Handelsbeziehungen werden empfindlich gestört. Angesichts der wirtschaftspolitischen Unsicherheiten kommt die Investitionstätigkeit zum Erliegen. Die US-Wirtschaft stagniert.

> Für die vermeintlich einfachen Lösungen zahlen alle einen hohen Preis.

Auch in Europa betreiben einige Länder eine Politik des Rückzugs vom internationalen Freihandel. Selbst innerhalb des Euroraums gibt es Bestrebungen, **Handelshemmnisse** zu errichten, um von Fehlentwicklungen im eigenen Land abzulenken.

Die weltweite konjunkturelle Abwärtsentwicklung sowie der zunehmende Protektionismus belasten den Welthandel überproportional. Davon ist **Deutschland** aufgrund seiner Exportquote von knapp 50 % besonders stark betroffen. Die Investitionstätigkeit wird hierdurch ebenfalls in Mitleidenschaft gezogen. Deutschland rutscht in eine Rezession. Der Abwärtstrend erfasst die **Europäische Union**, so dass die ungelösten strukturellen Probleme der Währungsunion mit Wucht wieder hervortreten.

Politische Risiken in der Eurozone hoch

Im Euroraum gehen 2018 **politische Risiken** nicht nur von separatistischen Bewegungen in einzelnen Regionen aus. Auch von nationalen Egoismen geprägte wirtschaftspolitische Maßnahmen in den einzelnen Ländern werden zu einer Bürde.

In Frankreich ist die Bevölkerung nicht bereit, die Reformvorhaben von Präsident Emmanuel Macron mitzutragen. Massenstreiks legen das Land lahm. Spanien verstrickt sich in regionale Unabhängigkeitsauseinandersetzungen und in Italien erhalten bei den Parlamentswahlen Populisten und Anti-Europäer das Mandat.

Auch Deutschland fällt als möglicher Stabilisator aus, da es nicht gelingt, eine tragfähige Regierung zu bilden, und Neuwahlen angesetzt werden. In diesem Umfeld scheitert der Umbau der europäischen Institutionen hin zu einer Wettbewerbsgemeinschaft.

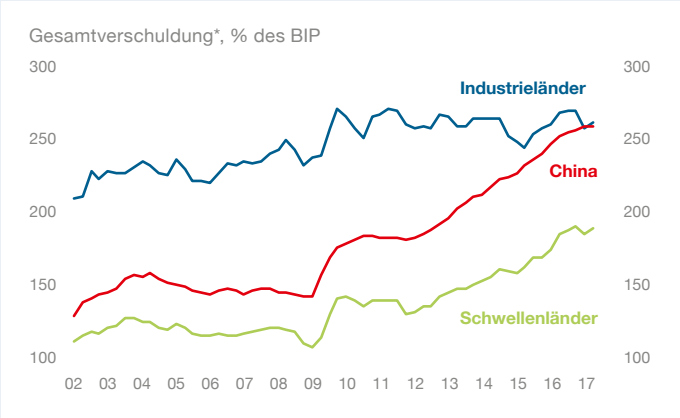
> Die Fliehkräfte in Europa nehmen wieder zu. Populismus und Separatismus stellen eine ernstzunehmende Belastungsprobe für die Stabilität und Zukunft der Währungsunion und Europas dar.

Die Brexit-Verhandlungen enden im Chaos. Der **ungeregelte EU-Austritt** wird nicht nur zu Verwerfungen im Güter- und Dienstleistungshandel, sondern auch im Finanzsektor und an den Kapitalmärkten führen. Unter einem solchen Brexit leidet Gesamteuropa. Die Unternehmen halten sich mit Investitionen stark zurück.

Geldpolitik und Fiskalpolitik versuchen zu kitten

Die zunehmende Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten führt zu einem starken Abwärtsdruck auf die Teuerung. Deflation wird wieder zum Thema. In diesem labilen wirtschaftlichen und politischen Umfeld beenden die Notenbanken der Industrie-

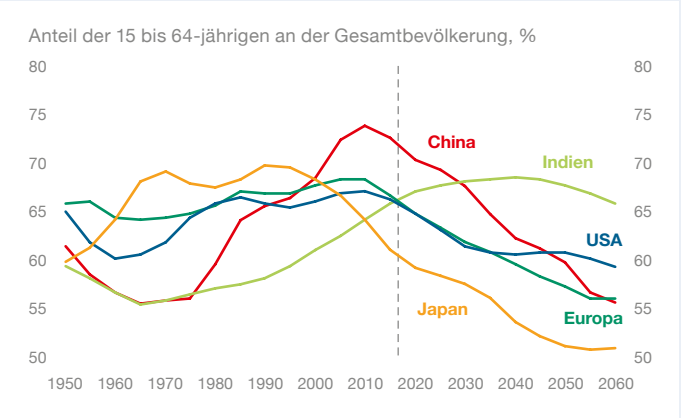
Risikofaktor Verschuldung gewinnt an Gewicht



* Verschuldung von Staat, Nichtfinanzunternehmen und privaten Haushalten

Quellen: BIZ, Helaba Volkswirtschaft/Research

Demographie als Wachstumsbremse



Quellen: UN World Population Prospects 2017, Helaba Volkswirtschaft/Research

länder ihren geldpolitischen Normalisierungskurs und schalten wieder in den Expansionsmodus. Die Fed steuert mit erneuten **Kaufprogrammen und Zinssenkungen** gegen die Krise. Auch die EZB steigert ihre Anleihekäufe und führt den Einlagenzins noch tiefer in den negativen Bereich.

Die deutliche Abschwächung der Konjunktur hinterlässt allerdings Spuren im **Bankensektor**. Die Kreditausfallraten steigen und Unternehmensanleihen kommen erheblich unter Druck. Die Vergaberichtlinien werden gestrafft. Die Ausleihungen müssen deutlich zurückgefahren werden. Die Finanzstabilität wird von den Marktteilnehmern zunehmend in Frage gestellt. Aufgrund der bereits hohen Verschuldung fehlen der Fiskalpolitik die notwendigen Handlungsspielräume, um wirksam gegensteuern zu können.

> Ohne stabiles Fundament bleibt am Ende nichts als eine Ruine.

Gold als Zuflucht, Aktien und Immobilien unter Druck

Anleger suchen Sicherheit und fliehen aus Risikoassets in die „sicheren Häfen“ Treasuries und Bundesanleihen. Im Zuge dessen geben die 10-jährigen **US-Treasuries** bis auf 1 % nach, die Rendite 10-jähriger **Bundesanleihen** taucht sogar in Richtung -1 % ab. Der **US-Dollar** wird in Zeiten hoher Unsicherheit seinem Ruf als Krisenwährung gerecht. Der Euro-Dollar-Kurs fällt auf 0,90. Auch **Gold** ist in schwierigen Zeiten gefragt und nähert sich wieder den alten Höchstständen von über 1.900 US-Dollar pro Unze.

Die inzwischen hoch bewerteten **Immobilienmärkte** erweisen sich als korrekturanfällig. Die schwache wirtschaftliche Entwicklung führt zu sinkender Flächennachfrage und zu steigenden Leerständen. Sinkende Mieten und Preiskorrekturen sind die Folge.

Der markante Rückgang der Unternehmensgewinne kann durch die geldpolitische Lockerung nicht kompensiert werden. Die Risikoaversion steigt sprunghaft und sorgt für deutliche Bewertungsabschläge. Der **DAX** stürzt in Richtung der 8.000-Punkte-Marke ab.

Claudia Windt
Markus Reinwand, CFA

4 PALAST (20 %)





Alternativszenario

Palast (20 %)

In unserem positiven Alternativszenario „Palast“ erreicht die Weltwirtschaft ein beeindruckendes Wachstumsniveau. Lebhafte Handels- und Investitionsaktivitäten sowie Produktivitätsfortschritte eröffnen neue Möglichkeiten. In dieser Umgebung gelingt der Umbau der Europäischen Union zu einer Wettbewerbsgemeinschaft.

Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise ist endgültig Geschichte. Beeindruckt von Prunk und Glanz gehen Anleger massiv ins Risiko. Die Eintrittswahrscheinlichkeit für dieses positive Alternativszenario beträgt 20 %.

Kräftige Expansion der Weltwirtschaft

Nach Jahren einer eher schleppenden Handelsaktivität nimmt die Globalisierung wieder deutlich Fahrt auf. Begünstigt wird diese wirtschaftliche Entwicklung auch durch eine weltweit wieder positivere Grundhaltung breiter Gesellschaftsgruppen gegenüber Freihandel und Globalisierung. Sowohl Industrie- als auch Schwellenländer profitieren von diesem Stimmungsumschwung.

Unter den **Schwellenländern** sind es insbesondere China und Russland, die 2018 entscheidende Wachstumsimpulse setzen. Die Volksrepublik bewältigt die Überkapazitäten in der Schwerindustrie und leitet einen neuen Investitionszyklus ein. Sowohl europäische als auch russische Unternehmen und Konsumenten profitieren von der Zurücknahme der Sanktionen gegenüber Russland.

> Reger Handel führt weltweit zu einem synchronen Aufschwung im Industriesektor – die Globalisierung ist zurück.

Auf Seiten der **Industrieländer** übernehmen die USA die Wachstumsführerschaft. Konsum, Ausrüstungsinvestitionen und Wohnungsbau nehmen wieder richtig Fahrt auf. Großzügige Steuergeschenke der Regierung Trump setzen im Palast-Szenario zusätzliche Glanzpunkte. Das US-Wachstum erreicht fast 4 %.

Deutschland im Investitionszyklus XL

Deutschland profitiert außerordentlich vom Wachstum des Welthandels sowie den verbesserten Beziehungen zu Russland. Immerhin sanken die deutschen Exporte dorthin seit Beginn der Sanktionen um knapp 15 Mrd.

Euro. Dies entspricht einem halben Prozentpunkt des deutschen BIP. Industrie 4.0 und Digitalisierung im Dienstleistungssektor beflügeln den Investitionszyklus. Da alle BIP-Komponenten kräftig zulegen, wird eine Expansionsrate von rund 3 % erreicht.

> Aus Euro-Sklerose wird Eu(ro)phorie.

Produktivitätsfortschritte machen die Europäer auf den Weltmärkten wettbewerbsfähig. Somit legen die Exporte der **Europäischen Währungsunion** deutlich zu. Aber auch die Binnennachfrage entwickelt sich dynamisch. Alle Länder der Eurozone profitieren vom Aufschwung. Erfolg macht attraktiv: Die politischen Fliehkräfte verschwinden. Angesichts erfolgreicher Strukturreformen und eines höheren Wachstums besinnen sich die Länder auf den ursprünglichen europäischen Gedanken. Das Regulierungsdickicht wird gelichtet, Regeln werden wieder eingehalten, die Transferpraxis wird überarbeitet und das Grundprinzip der EU – die Subsidiarität – als oberste Maxime gelebt. Der Wettbewerbsgedanke stärkt Europa. Gleichzeitig arbeiten die Europäer in den Bereichen enger zusammen, in denen Vielfalt keinen Vorteil bringt. Dies gilt insbesondere für die Außen- und Sicherheitspolitik.

> Das Vereinigte Königreich erwägt 2018 einen Exit vom Brexit.

Die Reformpolitik Frankreichs, die weit über die strukturellen Veränderungen am Arbeitsmarkt hinausgeht, trägt alsbald Früchte. Die französische Wirtschaftsdynamik überholt sogar die deutsche. Dies motiviert Italien, nach der Wahl im Mai 2018 nachzuziehen. In Großbritannien mehren sich die Zweifel am geplanten EU-Austritt.

Geldpolitik schaltet in den Normalisierungsmodus

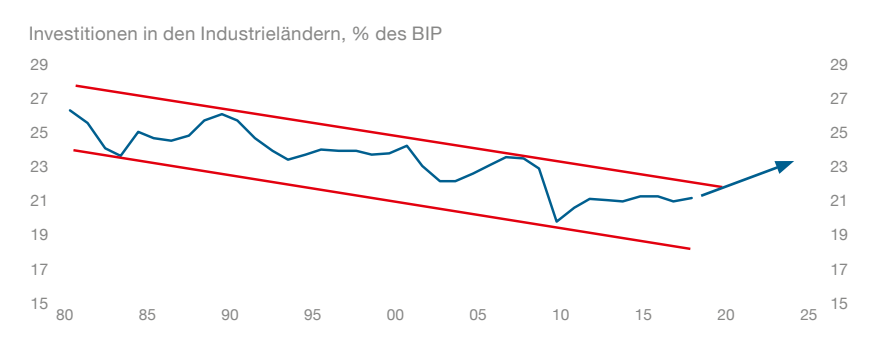
Im Palast-Szenario steigt die Inflation aufgrund des hohen Wachstums deutlich über das erklärte Ziel der Notenbanken von 2 %. Fed und EZB forcieren die Normalisierung: Die Fed steigert ihr Zinserhöhungstempo, die EZB leitet die Zinswende bereits 2018 ein. Am **Rentenmarkt** kommt es zu massiven Kursverlusten. 10-jährige US-Treasuries steigen auf 4 % und 10-jährige Bundesanleihen nähern sich der 2 %-Marke. Der **Euro-Dollar**-Kurs erreicht 1,30.

Immobilien verlieren angesichts der steigenden Renditen am Anleihemarkt an relativer Attraktivität, so dass sich die Nachfrage am Investmentmarkt beruhigt. Allerdings spiegelt sich die deutlich bessere wirtschaftliche Lage in höheren Mieteinnahmen und sinkenden Leerständen wider, so dass insgesamt mit einer weiterhin positiven Entwicklung der Immobilienwerte zu rechnen ist.

Die Beschleunigung des Wirtschaftswachstums sorgt für deutliche Umsatzsteigerungen bei den Unternehmen. Auch die Margen können ausgeweitet werden, so dass die Gewinne überdurchschnittlich zulegen. Der höhere Risikoappetit führt zudem zu einer spürbaren Bewertungsexpansion. Der **DAX** überspringt die Marke von 15.000 Punkten.

Claudia Windt
Markus Reinwand, CFA

Mehr Investitionen – höhere Wachstumsperspektiven



Quellen: IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

Welthandel: Totgesagte leben länger

Lange Zeit gaben die globalen Handelsströme und die weltweite Industrieproduktion Anlass zum Pessimismus. Dies hat sich inzwischen grundlegend geändert.

In den Jahren 2012 bis 2016 wuchs der globale Handel mit Waren deutlich langsamer als vor der Finanzkrise. Selbst wenn man die seitdem ebenfalls geringere Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft insgesamt in Rechnung stellt, hat der Handel enttäuscht. Im Jahr 2016 schien sich lange sogar ein absoluter Rückgang des Handelsvolumens abzuzeichnen. Schwarzmaler sahen sich bestätigt, dass das Ende der Globalisierung eingeleitet sei. Die politischen Strömungen des Jahres 2016 – die Entscheidung der Briten für den Brexit, die Wahl des Protektionisten Trump, die zunehmende Unterstützung für fremdenfeindliche Parteien in vielen Ländern – schienen dies zu bestätigen.

Ein Jahr später hat sich das **Bild gewandelt**. In den USA ist die Rhetorik der Regierung deutlich protektionistischer, in der Sache hat sich im Vergleich zur Politik unter Barack Obama aber bislang nicht viel geändert. Lediglich der Ausstieg der Amerikaner aus dem transpazifischen Handelsabkommen TPP stellt einen Rückschlag dar.

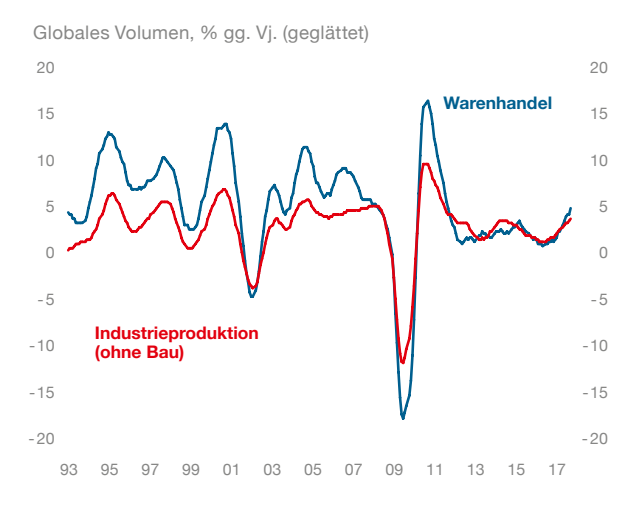
Jetzt geht's los?!

Noch wichtiger aber ist, dass sich das Wachstum des Handelsvolumens spürbar erholt hat. Die Vorjahresrate ist so hoch wie seit der unmittelbaren Gegenbewegung nach der Krise nicht mehr. Für 2017 schätzt die Welthandelsorganisation WTO den Zuwachs beim Warenhandel nun auf 3,6 % und auch für 2018 wird ein Anstieg über 3 % erwartet. Dieses Anziehen gegenüber den 2016 verzeichneten 1,3 % spiegelt nicht zuletzt die Erholung in China und die andauernde Belebung der globalen Industriekonjunktur wider. Es ist sogar vorstellbar, dass diese zunehmende Dynamik einen Wechsel markiert: weg von der verhaltenen Nachkrisennormalität, hin zu den höheren Zuwachsraten vor 2008/2009. Dies hätte entsprechende nachhaltige Implikationen für die Weltkonjunktur, die dann auch an die Wachstumsraten der Vorkrisenzeit (mit eher 5 % als 3 %) anknüpfen könnte.

Da die hohe Dynamik des Handels in den 1990er und 2000er Jahren aber aus unserer Sicht u. a. durch **Sondereffekte** (wie die Integration Chinas in die Weltwirtschaft) bedingt war, ist dies nicht das wahrscheinlichste Szenario. Die Chancen auf ein Anknüpfen an kräftigere Zuwächse beim Handel – und damit verbunden für einen synchronen, industriegetriebenen globalen Aufschwung – sind aber auch nicht vernachlässigbar.

Patrick Franke

Rückkehr der „guten alten Zeit" vor der Krise?

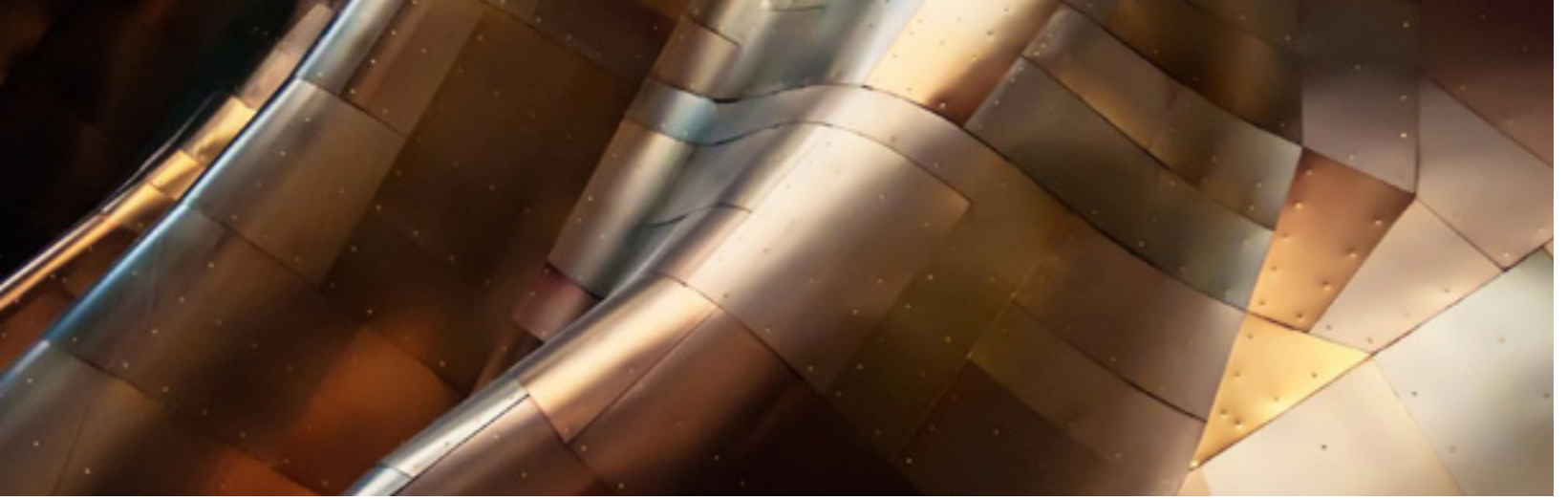


Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

5 LÄNDER UND REGIONEN IM HAUPTSZENARIO




BIP 3,3 %
BIP 2,0 %
BIP 1,8 %
BIP 2,0 %
BIP 6,5 %
BIP 1,2 %
BIP 2,8 %
BIP 3,0 %
BIP 3,5 %
BIP 2,5 %



Die Phillips-Kurve

Eine Idee im Räumungsverkauf?

Das Konzept der Phillips-Kurve ist keine abstrakte Theorie, die nur im Elfenbeinturm grübelnde Ökonomen interessiert. Es spielt eine zentrale Rolle in der geldpolitischen Strategie der meisten Notenbanken – einschließlich der Fed und der EZB – und ist daher auch für die Anleger von entscheidender Bedeutung.

Die sogenannte Phillips-Kurve geht zurück auf einen Artikel von Alban W. Phillips aus dem Jahr 1958. Diese Originalkurve zeigt für einen Zeitraum von rund 100 Jahren einen (negativen) empirischen Zusammenhang zwischen der Arbeitslosenquote und dem Lohnanstieg in Großbritannien: Je höher die Arbeitslosigkeit, desto weniger legten die Löhne zu (und umgekehrt). Phillips beschrieb die zugrunde liegende **Kausalität** so: Bei einem schwachen Arbeitsmarkt haben die Beschäftigten wenig Verhandlungsmacht. Die Arbeitgeber sind nicht gezwungen, höhere Löhne zu bieten, um der Konkurrenz knappe Arbeitskräfte abzuwerben.

„Stagflation" – Kollision mit der Realität

Später wurde dieser Ansatz erweitert. Da es in einer Wettbewerbssituation wahrscheinlich ist, dass die Unternehmen einen höheren Lohnanstieg auf die Absatzpreise überwälzen, ergibt sich ein **indirekter Zusammenhang** zwischen Arbeitslosigkeit und den Verbraucherpreisen („modifizierte Phillips-Kurve"). Entgegen der ursprünglichen Intention der akademischen Väter der Phillips-Kurve interpretierten Politiker diesen Zusammenhang dann als einen steuerbaren „trade-off". Man könne die Arbeitslosigkeit bekämpfen, indem man eine höhere Inflation zulässt oder aktiv herbeiführt. Beispielhaft wird hier gerne der damalige Wirtschafts- und Finanzminister Helmut Schmidt zitiert, der im Jahr 1972 verkürzt gesagt haben soll: „Lieber 5 % Inflation als 5 % Arbeitslosigkeit!"

Am Ende hatte er beides. Der Versuch der Wirtschaftspolitik, die Beschäftigung mit Hilfe eines expansiven „policy-mix" aus Fiskal- und Geldpolitik zu erhöhen, führte in den 1970er und frühen 1980er Jahren in vielen Industrieländern, auch in Deutschland, zum Phänomen der **„Stagflation"**. Hohe Arbeitslosigkeit bei gleichzeitig anziehender Inflation schien nicht nur den kausalen, sondern auch den vorher beobachteten empirischen Zusammenhang, der in der Phillips-Kurve zum Ausdruck kam, zu widerlegen. In der Folge wurde der Ansatz daher ergänzt, insbesondere um das Konzept der NAIRU, der „non-accelerating inflation rate of unemployment", also jener Arbeitslosenquote, die nicht mit einem Anziehen der Inflation verbunden ist. Diese „gleichgewichtige" oder „natürliche" Arbeitslosenquote markiert, vereinfacht formuliert, die Grenze, ab der eine expansive Wirtschaftspolitik keine zusätzliche Beschäftigung mehr schafft, sondern nur noch den Lohn-

anstieg und die Teuerung nach oben treibt. Sie ist von Land zu Land unterschiedlich und kann sich im Zeitablauf ändern, denn sie hängt u. a. von der Struktur und den Institutionen des jeweiligen Arbeitsmarktes ab. Sind diese stark verkrustet, mit zu hohem Schutz für bestehende Beschäftigungsverhältnisse, ist die NAIRU tendenziell höher. Dies ist in manchen europäischen Ländern lange die Regel gewesen. Daher kann im Extremfall selbst eine offizielle Arbeitslosenquote von 10 % oder 20 % in diesem Sinne „Vollbeschäftigung" darstellen („Sockelarbeitslosigkeit").

Zentrale Rolle im Kalkül der Notenbanken

Für eine relativ lange Zeit passte eine so definierte Phillips-Kurve – als Beziehung zwischen dem Auslastungsgrad der Wirtschaft (Produktionslücke oder Differenz der Arbeitslosenquote von der NAIRU) und dem Lohn- bzw. Preisanstieg – gut zu dem, was in der Realität beobachtet wurde. Zwar war diese Kurve nie völlig stabil, aber sie war in vielen Ländern belastbar genug, um sie zu einem wichtigen Instrument der Notenbanken zu machen. Die Fed beispielsweise strebt explizit Preisniveaustabilität und eine möglichst hohe nachhaltige Beschäftigung an. Die EZB verfolgt ein Inflationsziel, bedient sich aber in ihrer geldpolitischen Strategie und Argumentation der Phillips-Kurve: Eine expansive Politik erhöht das Wachstum und den Auslastungsgrad und führt so (mit Verzögerung) zu einer anziehenden Teuerungsrate. Umgekehrt macht eine aktuell zu niedrige Inflation eine (noch) lockerere Geldpolitik erforderlich.

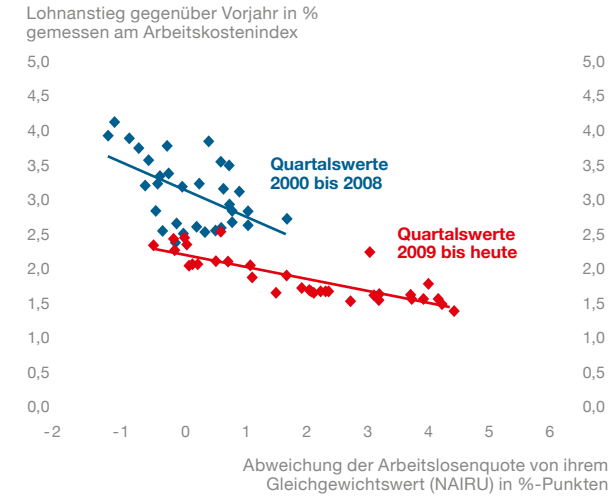
Vor diesem Hintergrund ist es ein gewichtiges Problem, dass seit einiger Zeit auch die „moderne" Phillips-Kurve vielfach nicht mehr zu funktionieren scheint. Vor allem in den USA zeigte sich seit der Finanzkrise das erstaunliche **Phänomen**, dass die Arbeitslosigkeit erst nach oben schoss, ohne dass es zu einer spürbaren Abschwächung des Lohnauftriebs gekommen wäre. In der folgenden Expansion fiel die Arbeitslosenquote dann stetig und erreichte wohl bereits 2016 ihr „natürliches" Niveau. Trotzdem blieb ein merkliches Anziehen der Löhne zunächst aus. Dies zeigt ein Vergleich zwischen den Phasen 2000 bis 2008 und 2009 bis 2017. Der Einfluss der Arbeitslosigkeit auf die Lohnentwicklung (die Steigung der Trendlinie) halbierte sich in etwa. Ist die Phillips-Kurve, und damit die Strategie der Notenbanken, also obsolet?

> Die Phillips-Kurve lebt – höhere Lohnzuwächse sind nur eine Frage der Zeit.

Nicht unbedingt! Erstens ist die NAIRU nicht beobachtbar, sondern nur geschätzt. Vielleicht ist sie zum Teil einfach niedriger, als viele glauben, und damit der Grad der Unterauslastung höher als gedacht. Zweitens gibt es Anzeichen dafür, dass die Steilheit der Phillips-Kurve in der jüngsten Vergangenheit wieder zugenommen hat. Beobachter sehen daher in ihrer Flachheit nach 2009 vermehrt ein weitgehend zyklisches, kein strukturelles Phänomen. Dies spricht gegen Deflations-Szenarien und stützt die Erwartungen, dass die **Dynamik der Löhne und Verbraucherpreise in den großen Industrieländern** eher **zunehmen** wird.

Patrick Franke

Die Phillips-Kurve in den USA hat sich verflacht



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Eurozone

Neue Risiken und Herausforderungen

Die Eurozone ist im Aufschwung. In sicherem Fahrwasser ist sie damit noch nicht. Populismus, Protektionismus und Separatismus können sich als wachstumsschädlich erweisen.

Die Eurozone ist im Aufwind. Trotzdem bleiben die Unterschiede beträchtlich: Zwischen Ländern, die Reformen vorgenommen haben bzw. jetzt vornehmen und deren Wachstumsperspektiven positiv ausfallen, sowie Staaten, die sich diesen bislang verweigert haben. Zu Ersteren dürfen sich Spanien und Frankreich zählen, zu Letzteren Italien. In sicherem Fahrwasser ist die Eurozone allerdings noch nicht. Der **Populismus** mit europafeindlichen Positionen kann jederzeit wieder zu Verunsicherungen führen, beispielsweise im Umfeld der Wahlen in Italien. Separatistische Bewegungen wie in Katalonien könnten weitere Kreise ziehen und sich wirtschaftlich negativ auswirken. Nicht zuletzt ist der Ausgang des „Brexit-Abenteuers“ ungewiss. Potenzielle Gefahren drohen hier insbesondere für Deutschland, denn das Vereinigte Königreich ist das drittwichtigste Exportland für hiesige Unternehmen.

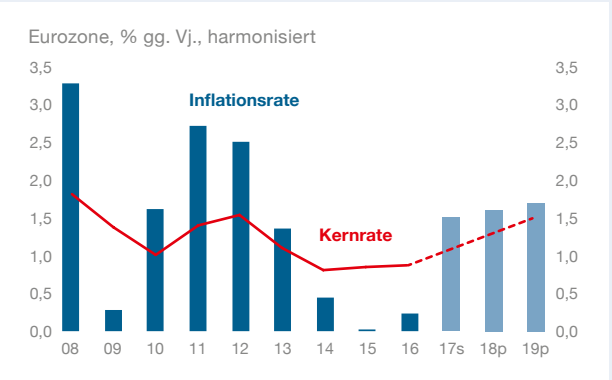
Mit der besseren Konjunktur hat sich auch die Inflation 2017 von der als schädlich angesehenen Nulllinie entfernt. Noch sind die wesentlichen Ursachen hierfür höhere Energie- und Nahrungsmittelpreise. Mit sich festigender Konjunktur wird auch die **Kernrate allmählich steigen**. Da aber der Ölpreis 2018 nicht weiter zunehmen dürfte und bei den Nahrungsmitteln ein etwas schwächerer Preisanstieg zu erwarten ist, dürften die Inflationsraten nur leicht zulegen. 2019 fallen sie dann nochmals etwas höher aus.

Bereits 2017 haben die höheren Inflationsraten die Konsumdynamik in einzelnen Ländern gebremst. Hingegen stabilisieren mehr Investitionen das Wachstum. Vom Außenhandel sind keine positiven Wachstumseffekte zu erwarten. Die günstige Binnenkonjunktur fördert die Einfuhren. Mit 2,3 % lag das Wachstum der Währungsunion 2017 über dem Potenzial. Es dürfte in den beiden folgenden Jahren mit 2,0 % bzw. 1,7 % etwas geringer ausfallen.

Das Wachstumspotenzial der Eurozone wird sich in den nächsten Jahren verringern. So verabschieden sich zunehmend Babyboomer in den Ruhestand. Berufseinsteiger und qualifizierte Zuwanderer werden diese Lücke nicht schließen können. Es **braucht** eine kluge, **wachstumsorientierte Wirtschaftspolitik**, um dem entgegenzuwirken. Das Wachstumspotenzial lässt sich durch einen späteren Renteneintritt und eine höhere Partizipationsrate vergrößern. Eine verstärkte qualifizierte Zuwanderung bleibt in vielen Ländern unabdingbar. Wegen der über Jahre zu geringen öffentlichen Investitionen hat sich die Substanz der Infrastruktur teilweise verschlechtert. Dem müsste gegengesteuert werden. Das letzte Handlungsfeld der Wirtschaftspolitik sollte der Steigerung der Produktivität gewidmet sein, die in den letzten Jahren europaweit nur sehr schleppend zugenommen hat. Defizite sind in der beruflichen Bildung vorhanden und die digitale Infrastruktur muss verbessert werden.

Dr. Stefan Mütze

Europäische Kernrate zieht an



s = Schätzung, p = Prognose

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Gedränge in den Einkaufszentren



Die deutsche Konjunktur steht auf stabilen Fundamenten. Die Konsumenten können sich 2018 weiterhin in den Einkaufszentren oder im Internet tummeln, auch wenn die Realeinkommen etwas langsamer zulegen.

Das deutsche Wirtschaftswachstum hat mit kalenderbereinigt 2,5 % im Jahr 2017 den hohen Vorjahreswert von 1,9 % sogar nochmal getoppt. Erneut wurde es nahezu komplett von der **Binnennachfrage** getragen. Der Außenhandel hat nichts hierzu beigetragen, da die Importe etwas stärker zulegten als die Exporte. Auch wenn sich die hohe Dynamik nicht ganz halten lässt, dürfte doch der BIP-Anstieg 2018 mit 2 % lebhaft bleiben. Erst 2019 nähert sich das Plus mit 1,7 % dem Potenzial an.

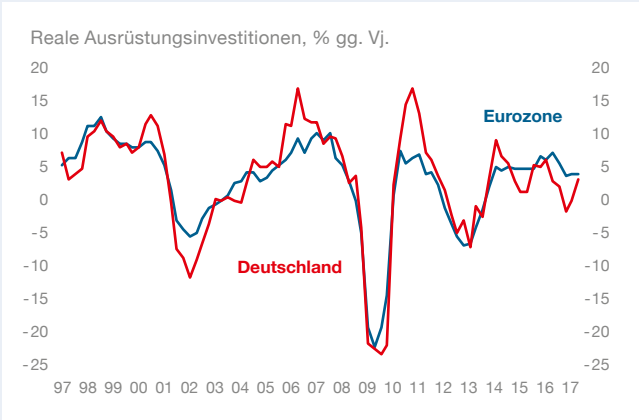
Der lang gescholtene deutsche Konsummuffel hat sich zum Einkaufsfreak gewandelt.

Das Expansionsmuster ändert sich nur graduell. Die privaten Konsumausgaben dürften bei steigenden Realeinkommen und höherer Beschäftigung einen wesentlichen Beitrag zum Wirtschaftswachstum erbringen. Die deutschen Konsumenten werden sich in den deutschen Einkaufszentren weiterhin zum Shopping treffen, auch wenn die Dynamik der Verbrauchskomponente etwas nachlässt. Vorbei ist allerdings der Boom bei den Verbrauchsausgaben des Staates. Diese waren nach der hohen Flüchtlingszuwanderung stark angestiegen. Aber bereits 2017 hat sich der Zuwachs auf schätzungsweise 1,7 % mehr als halbiert.

Mehr Ausrüstungen – kein Investitionsboom

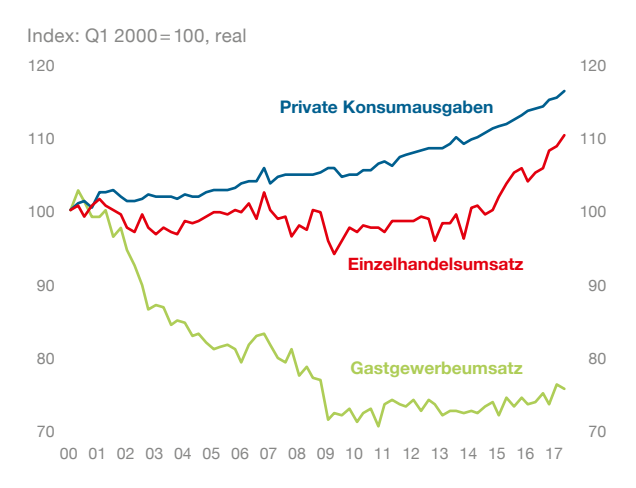
Mit einem Investitionsboom in Deutschland sollte nicht gerechnet werden. Der Wachstumsbeitrag der Bruttoanlageinvestitionen wird sich wenig ändern, allerdings schon deren Zusammensetzung. Während die Bauinvestitionen ihre hohe Dynamik nicht ganz halten können, gewinnen die Ausrüstungen an Fahrt. Die Unternehmen dürften ihre Zurückhaltung ein Stück weit aufgeben, denn die Rahmenbedingungen für die Kapitalbildung haben sich verbessert. Dies vor allem, weil die Konjunktur im für Deutschland wichtigen Verarbeitenden

Mehr Dynamik bei den Ausrüstungen erwartet



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Deutscher Einzelhandel holt auf



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Gewerbe deutlich an Schwung gewonnen hat. So stieg die Industrieproduktion 2017 mit mehr als 3 % lebhaft. Die Kapazitätsauslastung ist mittlerweile über dem langjährigen Durchschnitt, was **Erweiterungsinvestitionen begünstigt.** Auch die Finanzierungssituation ist vor dem Hintergrund der expansiven Geldpolitik und höherer Unternehmensgewinne nochmals besser geworden. Das Produzierende Gewerbe inklusive des Baus tätigt allerdings nur knapp ein Drittel der gesamten Ausrüstungsinvestitionen. Rund zwei Drittel stammen von den Dienstleistungsbereichen. Hier ist die konjunkturelle Lage ebenfalls erfreulich. Zudem ist das Produzierende Gewerbe gewissermaßen ein „Impulsgeber" für die industrienahen Dienstleister. Investiert die Industrie mehr, dann müssen auch diese folgen. Die Ausrüstungen sind 2017 schätzungsweise um real 3,5 % angestiegen, 2018 dürfte das Plus sogar bei 5,5 % liegen.

Die deutsche Konjunktur ist also ein Gebäude, das auf stabilen Fundamenten ruht. Die Bautätigkeit trägt hierzu bei. Nach dem starken Schub zu Beginn des Jahres 2017 hat die Dynamik allerdings etwas nachgelassen. Gleichwohl bleibt der **Bedarf an Wohnungen** vor dem Hintergrund eines günstigen Arbeitsmarktes, steigender Einkommen und der Wanderungsbewegung nach und innerhalb Deutschlands hoch. Die außergewöhnlich günstigen Finanzierungsbedingungen erleichtern die Bauentscheidung. Die Auftragsbestände sind insbesondere im Wohnungsbau stark angestiegen. Die Kapazitätsauslastung in der Baubranche hat zeitweise mit über 80 % die höchsten Werte im vereinigten Deutschland erreicht. Den Unternehmen fällt es zunehmend schwer, offene Stellen zu besetzen. Dies bremst die Zuwächse im Wohnungsbau. Auch im öffentlichen Bau sind die Rahmenbedingungen erfreulich. Die Sparte profitiert von den für die kommunale Infrastruktur bereitgestellten Mitteln und einer zunehmend besseren Finanzlage der Gemeinden. Trotz der teilweise fehlenden Planungskapazitäten sind die Auftragseingänge deutlich gestiegen. Etwas verhaltener wird der Gewerbebau expandieren. Denn nicht

Prognoseübersicht	2017s	2018p	2019p
Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vj.	**2,2**	**2,0**	**1,7**
BIP, kalenderbereinigt, real % gg. Vj.	**2,5**	**2,0**	**1,7**
Private Konsumausgaben, % gg. Vj.	1,8	1,7	1,6
Staatsausgaben, % gg. Vj.	1,7	1,7	1,2
Bruttoanlageinvestitionen, % gg. Vj.	3,3	3,5	2,8
Ausrüstungsinvestitionen, % gg. Vj.	3,5	5,5	4,0
Bauinvestitionen, % gg. Vj.	3,0	2,3	2,0
Exporte, % gg. Vj.	4,7	5,0	4,0
Importe, % gg. Vj.	5,0	5,5	4,5
Inflationsrate, % gg. Vj.	**1,7**	**1,8**	**2,0**
Arbeitslosenquote*, %	**5,7**	**5,4**	**5,1**
Arbeitslose, Tsd.	**2.550**	**2.400**	**2.300**
Budgetsaldo, % des BIP	**0,8**	**0,7**	**0,6**
Leistungsbilanzsaldo, % des BIP	**7,7**	**7,8**	**7,7**

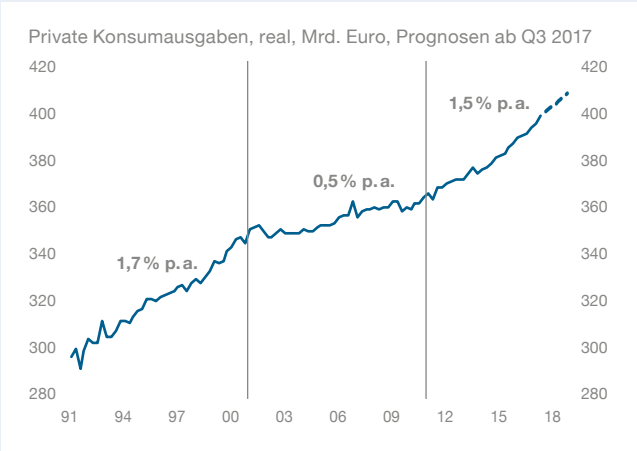
* der gesamten Erwerbspersonen; s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

zwangsläufig führen mehr Ausrüstungen zu mehr Wirtschaftsbauten. Kapitalgüter können auch in bestehenden Gebäuden installiert bzw. ausgetauscht werden. Ausgehend von einem bereits sehr hohen Aktivitätsniveau und zunehmenden Engpässen dürften die Bauinvestitionen 2018 mit 2,3 % etwas schwächer zulegen als 2017 mit etwa 3 %.

Der Außenhandel wird voraussichtlich auch 2018 keinen positiven Wachstumsbeitrag erbringen. Die günstige Binnenkonjunktur lässt die Importe stärker steigen als die Exporte. Der lebhafte Konsum erklärt allerdings nur zu einem kleinen Teil die Entwicklung. Lediglich rund ein Fünftel der nominalen **Wareneinfuhren** sind direkte Verbrauchsgüter. Viel bedeutender sind mit einem Anteil von **60 % Investitions- und Vorleistungsgüter**, die aufgrund der günstigen Lage in der Industrie ebenfalls expandieren werden. Das Exportklima hat sich verbessert. Die Erholung in der Eurozone wirkt sich hier positiv aus. Auch steigen die Ausfuhren in das für Deutschland wichtige China. Hingegen haben die dem Brexit geschuldete konjunkturelle Beruhigung sowie die Pfundabwertung die deutschen Ausfuhren nach Großbritannien gedämpft. Die Lieferungen in die USA entwickeln sich unter Schwankungen nur seitwärts.

Hohes Tempo der neunziger Jahre wieder aufgenommen



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Inflation bremst Konsum nur leicht

Die Konsumausgaben der privaten Haushalte sind mit einem Anteil von gut 53 % die wichtigste Komponente des deutschen Bruttoinlandsprodukts. Sie haben in den letzten Jahren an Dynamik zugelegt. Damit ist der Trend der neunziger Jahre, der am Anfang von der deutschen Einheit und am Ende von der New-Economy-Blase geprägt war, wieder aufgenommen worden. Zwischen 1991 und 2001 legten die privaten Verbrauchsausgaben um jahresdurchschnittlich real 1,7 % zu. Zwischen 2001 und 2011 – einer Phase, in der Deutschland zumindest in der ersten Hälfte eine hohe Arbeitslosigkeit aufwies und Arbeitsmarktreformen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit eingeleitet wurden – expandierte der Konsum nur um etwa ½ % p. a. Seitdem dürfte bis einschließlich 2018 wieder ein Wachstum von rund 1,5 % erreicht werden. Dabei liegen 2017 und 2018 mit schätzungsweise 1,8 % bzw. 1,7 % sogar noch darüber. In beiden Jahren steuern allein die privaten Verbraucher etwa die Hälfte zum gesamten Wachstum bei. Da der Konsum zumeist stetig expandiert, fällt das deutsche Wachstum weniger volatil aus.

Allerdings hat sich mit der nun **höheren Inflation** auch Gegenwind eingestellt. Der Konsumdeflator dürfte 2017 und 2018 mit rund 1,8 % gut einen Prozentpunkt höher liegen als noch in den beiden Vorjahren. Vor allem für Energie und Nahrungsmittel mussten die Deutschen zuletzt mehr bezahlen. 2018 lassen diese Effekte zwar nach, allerdings tendiert dann die Kernrate nach oben.

Nur geringe positive Effekte durch geplante Steuersenkungen

Der positive Arbeitsmarkt hat die Einkommensentwicklung befördert und damit die höhere Inflation teilweise kompensiert.



Aktuell weist die Statistik der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten ein Plus von fast 750.000 gegenüber dem Vorjahr auf. Die Frühindikatoren für den Arbeitsmarkt zeigen bislang noch keinerlei Abschwächung. Gleichwohl dürfte sich diese 2018 in Maßen einstellen. Das Wachstum fällt zwar nur leicht geringer aus. Allerdings treten zunehmend **Knappheiten beim Arbeitsangebot** auf. Auch die monetären Sozialleistungen werden voraussichtlich etwas weniger Dynamik aufweisen, da die Transferzahlungen im Rahmen der Flüchtlingsmigration weniger stark zulegen. Zusätzlich waren die Rentenanpassungen Mitte 2017 geringer als im Jahr zuvor. Dies beeinflusst auch die Entwicklung im ersten Halbjahr 2018. Jedoch zeigen bereits die Forderungen bei den Tarifverhandlungen in der Metall- und Elektroindustrie, dass die Abschlüsse etwas höher ausfallen könnten. Aufgrund der günstigen Ertragslage werden darüber hinaus die Einkommen der Selbstständigen nochmals stärker zulegen und damit die verfügbaren Einkommen stützen. Überschaubar positive Effekte könnten von den geplanten Steuersenkungen der neuen Regierung ausgehen. In der Summe dürften Einkommen und Konsum 2018 fast so stark expandieren wie 2017.

> Das deutsche Wachstumsmodell ist konsumorientierter geworden. Branchen wie der Einzelhandel profitieren hiervon.

Das konsumgetriebene Wachstum hat die Chancen von lange Jahre vor sich hin dümpelnden Branchen wie dem Einzelhandel und dem Gastgewerbe verbessert. Der Einzelhandel steht für fast 30 % der Konsumausgaben. 2017 dürften hier die realen Umsätze um rund 3 % zugelegt haben, deutlich stärker als die privaten Verbrauchsausgaben insgesamt. Nicht nur der seit Jahren hohe **Zuwachs im Internethandel**, der hier erfasst wird, trägt dazu bei. Die Zuwanderung seit 2015 hat der Branche ebenfalls geholfen, da die Neuankömmlinge zuallererst Güter wie Nahrungsmittel und Bekleidung benötigen, die im Einzelhandel verkauft werden. Einrichtungsgegenstände mit einem Anteil von fast 7 % am Gesamtkonsum wurden in den vergangenen Jahren präferiert, auch weil eine größere Zahl von neuen Wohnungen den Bedarf gesteigert hat. Überdurchschnittliche Zuwächse weisen „klassischerweise" Dienstleistungsbereiche wie die Gesundheitspflege auf. Sie profitiert von der zunehmenden Alterung der Bevölkerung. Lebhaft haben die Deutschen darüber hinaus ihre realen Ausgaben für Pauschalreisen, Bildung und Nachrichtenübermittlung gesteigert.

Dr. Stefan Mütze

Hessen, Thüringen, Nordrhein-Westfalen und Brandenburg: Frisches Wachstum?

In Hessen lässt's sich gut konsumieren und sparen

In Hessen liegt die Wirtschaftskraft – gemessen am Bruttoinlandsprodukt pro Einwohner – um 15 % über dem Pro-Kopf-Wert in Deutschland. Das Wohlstandsniveau ist damit vergleichbar hoch wie in Bayern und Baden-Württemberg. Dies ist auch die Ursache für die **überdurchschnittliche Sparquote** in Hessen von knapp 11 %.

Dabei ist Hessen besonders stark vom Dienstleistungssektor geprägt. Logistik, Finanzwirtschaft sowie die Informations- und Kommunikationsbranche sind von herausragender Bedeutung. Sie sorgen für Geschäft, wovon eine Vielzahl weiterer Unternehmensdienstleister profitiert. Insgesamt herrscht eine hohe **Dynamik im tertiären Sektor**, die für einen Großteil der Branchen mit spürbaren Umsatzzuwächsen verbunden ist.



Impulsgeber der hessischen Verkehrsunternehmen ist der **Flughafen Frankfurt**. Innerhalb Deutschlands nimmt er unangefochten Platz 1 ein. Auch weltweit befindet er sich unter den 15 größten Flughäfen. In diesem Jahr dürfte mit etwa 63 Mio. Fluggästen wieder ein neuer Rekordwert erreicht werden. Damit nutzt der Flughafen zunehmend die Kapazitäten, die durch den Ausbau der Start- und Landebahnen ermöglicht wurden.

Die deutsche **Bankenbranche** mit ihrem Zentrum Frankfurt ist weiterhin durch das Niedrigzinsumfeld gefordert. Das Kreditvolumen insgesamt steigt zwar durch den konstanten Nachfragezuwachs von Unternehmen und Privatpersonen, allerdings dürften die erzielten Erträge eher bescheiden ausfallen. Mit der Umsetzung des **Brexit** in den kommenden Jahren erfährt der Finanzplatz Frankfurt als Favorit in Kontinentaleuropa einen Bedeutungszuwachs, der sich mittelfristig auch im erweiterten Umfeld der Stadt auswirkt.

Die hessische Industrie zählt mit einer **Exportquote** von rund 54 % zur Spitzengruppe in Deutschland. Die Umsätze stiegen 2017 mit einem Plus von 5 % in den ersten acht Monaten deutlich an – im Vorjahr waren sie dagegen leicht rückläufig gewesen. Insgesamt bleibt die Entwicklung aber hinter der bundesweiten zurück.

Das hessische **Baugewerbe** hat 2017 viel zu tun: Die Umsätze stiegen bisher um 7,5 % als Folge umfangreicher öffentlicher Tiefbaumaßnahmen sowie eines sehr regen Wohnungsbaus. Der Wirtschaftsbau dagegen lieferte nur einen geringen Wachstumsbeitrag.

Die Vorgaben aus den verschiedenen Wirtschaftsbereichen sprechen 2017 für ein etwas **unterdurchschnittliches Wachstum** in Hessen. Daran dürfte sich 2018 nichts grundlegend ändern – blieb doch in den letzten zehn Jahren das hessische Wachstum zumeist unter dem Bundesdurchschnitt. Mit Blick auf die guten Arbeitsmarktdaten in Hessen sollte aber wieder eine Annäherung einsetzen.

Thüringen: Mehr ältere Menschen im Einkaufszentrum

Thüringen ist ein stark von der Industrie geprägtes Bundesland. Es weist mit einem Beschäftigungsanteil des Produzierenden Gewerbes von 30 % die gleiche Struktur wie Baden-Württemberg auf, dem Industrieland Nr. 1 in Deutschland. Die Exportquote ist allerdings noch deutlich niedriger, obwohl sie kontinuierlich gesteigert werden konnte.

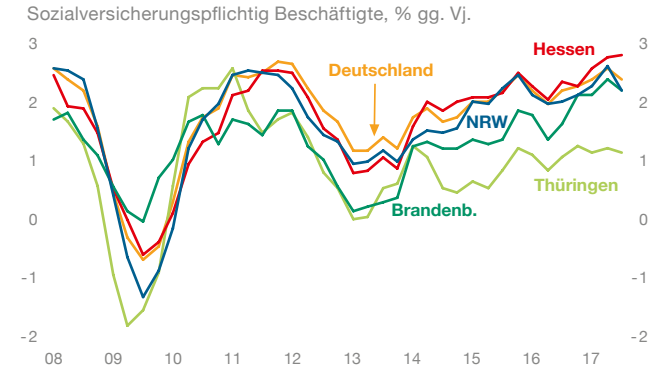
Die Umsatzentwicklung in der **Industrie** blieb etwas hinter der bundesweiten zurück. Dennoch stieg die Beschäftigung im Verarbeitenden Gewerbe Thüringens 2017 überdurchschnittlich um knapp 2 %, was für einen hohen Auslastungsgrad spricht. Dabei nahmen die Entgelte überdurchschnittlich zu – ein Resultat der guten Lage auf dem dortigen Arbeitsmarkt.

Thüringen ist nämlich auf dem Weg zur **Vollbeschäftigung**: Die Arbeitslosenquote betrug im Oktober 5,6 % und war damit nur geringfügig höher als der gesamtdeutsche Durchschnitt von 5,4 %. Dies liegt zum einen am anhaltend positiven Beschäftigungstrend. Stärker sind zum anderen aber die Auswirkungen der demografischen Entwicklung Thüringens zu spüren, die sich in dem überdurchschnittlichen Alter der Arbeitslosen sowie der Beschäftigten jetzt schon zeigen.

In den Thüringer **Wohnungsbau** ist wieder Schwung gekommen. Umsätze und Auftragseingänge nahmen in diesem Jahr überdurchschnittlich zu. Allerdings ist die Situation nicht in ganz Thüringen gleich. So üben die kreisfreien Städte Weimar, Erfurt, Jena und Eisenach als Wohnort für Arbeitnehmer eine Anziehungskraft aus: Sie weisen eine zunehmende Zahl sozialversicherungspflichtig Beschäftigter auf, die sich dort zwischen 2014 und 2016 niedergelassen haben.

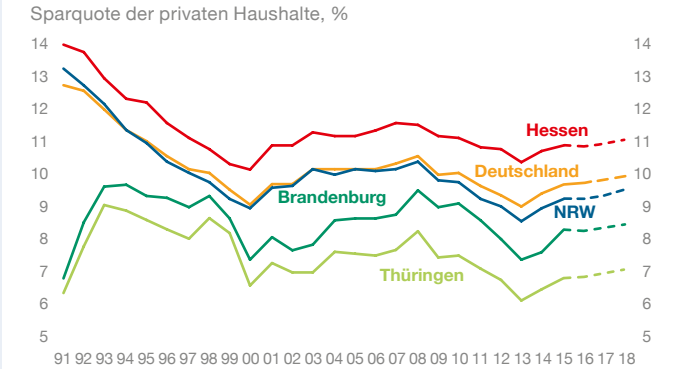
Mit einem BIP pro Einwohner von 74 % des Bundesdurchschnitts und einer Sparquote von 6,7 % befindet sich Thüringen auf Platz 2 unter den ostdeutschen Bundesländern. Das Wirtschaftswachstum war in den vergangenen zehn Jahren etwas überdurchschnittlich. Für 2017 sprechen die Daten eher für eine **leicht unterdurchschnittliche Zuwachsrate**. Eine dauerhaft höhere Dynamik ist nur zu erwarten, wenn durch

Beschäftigung in vielen Regionen auf der Rolltreppe nach oben



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Helaba Volkswirtschaft / Research

Sparen abhängig von Einkommen und Zinsen



Quellen: Arbeitskreis VGR der Länder, Helaba Volkswirtschaft / Research

Investitionen und Arbeitskräfte das Wachstumspotenzial in Thüringen so wie im letzten Jahrzehnt stetig vergrößert wird.

Nordrhein-Westfalen mit frischerem Wachstum

In Nordrhein-Westfalen (NRW) ist die Industrie 2017 auf einen dynamischen Kurs eingeschwenkt. Die Wachstumsrate der Umsätze liegt sogar etwas über dem Bundesdurchschnitt. In den fünf Jahren davor waren die Umsätze zurückgegangen. Die Folge ist, dass die NRW-Industrie Ende 2016 noch nicht wieder auf ihr Vorkrisenniveau zurückgekehrt war.

Das **„frische" Wachstum** 2017 kommt aus allen großen **Industriezweigen** fast gleichermaßen. Besonders wichtig ist, dass die Metallbranche, der Maschinenbau und die chemische Industrie wieder mit deutlichen Raten wachsen, machen sie doch in NRW 22 % bzw. jeweils 13 % am Umsatz des Verarbeitenden Gewerbes inklusive Bergbau aus. Mit der etwas höheren Nachfrage aus dem Ausland setzt sich der Trend steigender Exportquoten fort.

Das **Baugewerbe** ist ebenfalls sehr gefragt. Hier ist es der gewerbliche Bau, der die Entwicklung mit einem Umsatzplus von 16 % antreibt. Aber auch der Wohnungsbau sowie der öffentliche und Straßenbau sind gefordert und erreichen Zuwächse von 9 % bzw. 11 %.

Die Impulse aus den **unternehmensnahen Dienstleistungen** sind in NRW genauso kräftig wie in Deutschland insgesamt. Die Kauflaune der Konsumenten ist in NRW sogar noch besser. So sind im Einzelhandel reale Umsatzzuwächse von 4,2 % in den ersten acht Monaten 2017 zu beobachten gewesen – bundesweit liegt der Wert mit 3 % niedriger.

Insgesamt ergibt sich ein positives Bild für NRW: Für dieses Jahr ist ein **überdurchschnittliches Wachstum** zu erwarten, das sich angesichts der guten Auftragslage 2018 fortsetzen dürfte. Zusammen mit dem Aufwärtstrend am Arbeitsmarkt sollte sich die Wirtschaftskraft verbessern. Auch die Sparquote, die mit 9,2 % einen halben Prozentpunkt unter dem gesamtdeutschen Wert liegt, profitiert von dieser Entwicklung.

Brandenburg auf Warteposition

Brandenburg ist eng mit Berlin verbunden, wie die Pendlerströme eindrucksvoll zeigen. So pendeln gut 200.000 Arbeitnehmer in die Stadt und etwa 85.000 Berliner ins Brandenburger Umland. Die positiven Folgen für das Einkommensniveau

der Brandenburger sind spürbar und zeigen sich auch in der mit 8,2 % **höchsten Sparquote** unter den neuen Bundesländern.

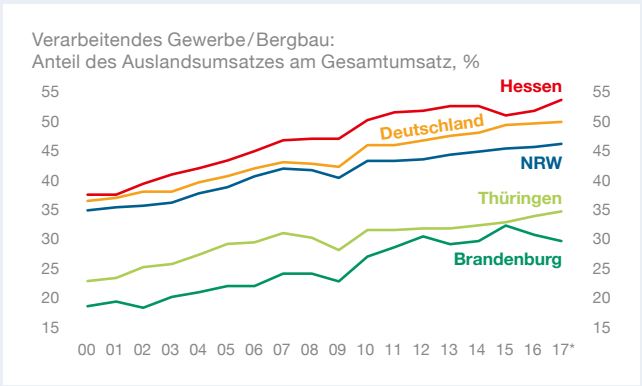
Berlin ist derzeit mit 4,2 % das Bundesland mit dem höchsten **Beschäftigungszuwachs**. Dies kommt nicht von ungefähr. Weist die Stadt bisher noch eine unterdurchschnittliche Wirtschaftskraft auf und erreicht nur 96 % des bundesdeutschen BIP pro Einwohner – ein Wert, der für eine Hauptstadt eher untypisch ist. Ein Aufholprozess scheint nun einzusetzen, von dem Brandenburg ebenfalls profitiert. Die Zahl der Beschäftigten steigt auch dort mit immerhin 2,2 %.

Nachdem 2016 der Umsatz im **Wohnungsbau** in Brandenburg um 37 % und in Berlin um 44 % stieg, setzte im laufenden Jahr eine gewisse Beruhigung ein, die zu einem unterdurchschnittlichen Wachstum im Baugewerbe führt. Die Industrie entwickelt sich wie in den Vorjahren schwach. Die unternehmensnahen Dienstleistungen liegen dieses Jahr im Plus, doch fällt der Zuwachs geringer aus als im Durchschnitt aller Bundesländer.

Insgesamt dürfte in Brandenburg das Wirtschaftswachstum 2017 nicht den Bundesdurchschnitt erreichen. Da sich die Eröffnung des Flughafens Berlin-Brandenburg wahrscheinlich in das Jahr 2019 hinein verzögert, sind keine zusätzlichen Impulse im kommenden Jahr zu erwarten. Für das Brandenburger BIP ist deshalb ein **überdurchschnittliches Wachstum unwahrscheinlich.**

Barbara Bahadori

Exportquoten zumeist im Trend steigend



* Durchschnitt Januar bis August 2017

Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Volkswirtschaft/Research

Frankfurt in Pole-Position für Brexit-Banker

Bis Ende 2019 erwarten wir einen deutlichen Anstieg der Frankfurter Bankbeschäftigung auf rund 65.000 Mitarbeiter. Der Brexit-bedingte Zuwachs dürfte in diesem Zeitraum stärker ausfallen als die Konsolidierung.

Das deutsche Finanzzentrum ist im Rennen um die Brexit-Banker in der Pole-Position. Mittlerweile haben sich zahlreiche Banken konkret dafür ausgesprochen, Arbeitsplätze von der Themse an den Main zu verlegen. Im Vergleich dazu wurden bisher wenige eindeutige Entscheidungen für andere Finanzplätze offiziell verkündet. Darüber hinaus favorisieren etliche weitere Institute das deutsche Finanzzentrum, zumindest für partielle Geschäftsverschiebungen. Damit gibt es nun eine **ansehnliche Akkumulation** von Finanzplatz-Akteuren pro Frankfurt.

Die Favoritenrolle des deutschen Finanzzentrums im Brexit-bedingten Umstrukturierungsprozess kommt nicht von ungefähr: Frankfurt ist das **führende Finanzzentrum Kontinentaleuropas.** Unsere indikatorbasierte komparative Standort-Analyse belegt folgende Reihenfolge in Europa: London vor



Frankfurt vor Paris. Mit seinen vielen Assets besitzt die deutsche Finanzmetropole schon lange eine hohe Anziehungskraft auf Akteure aus dem In- und Ausland. Hinsichtlich Arbeitsplatzverlagerungen von der Themse an den Main kommen folgende seiner Standortqualitäten besonders zum Tragen: die Stabilität und Stärke der deutschen Volkswirtschaft, der Sitz der EZB in ihrer Doppelfunktion als Zentralbank und Aufsichtsbehörde, Verkehrsdrehscheibe mit guter Infrastruktur, die relativ günstigen Büromieten sowie eine hohe Lebensqualität bei reichhaltigem Freizeitangebot in der Stadt und im grünen Umland.

Mehrjähriger Verlagerungsprozess

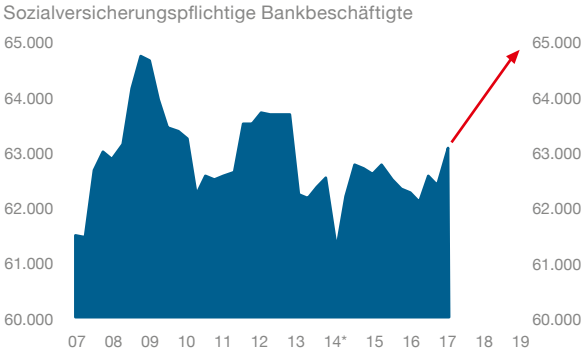
Der Brexit-induzierte, mehrjährige Umstrukturierungsprozess im europäischen Finanzplatzgefüge lässt sich nach wie vor nur grob abschätzen. In unserem Basisszenario für den Brexit bleibt London trotz Imageschaden und Einschränkungen beim Binnenmarktzugang der bedeutendste Finanzplatz Europas. Angesichts seiner Pole-Position hat der Finanzplatz Frankfurt aber gute Chancen auf mindestens die Hälfte der von der Themse abwandernden Finanzjobs. Unter zurückhaltenden Annahmen wären dies über einen Zeitraum von mehreren Jahren insgesamt **mindestens 8.000 Mitarbeiter.** Dies sollte sich ab 2018 richtig am Main bemerkbar machen. Parallel vollzieht sich derzeit eine Konsolidierung in den hiesigen Bankentürmen, so dass es zwei gegenläufige Effekte gibt.

> Der Brexit ist für den Finanzplatz Frankfurt eine einmalige Chance auf eine noch bessere Positionierung im internationalen Wettbewerb.

Summa summarum lässt dies für Frankfurt **Ende 2019 rund 65.000 Bankbeschäftigte** erwarten, was an historische Höchststände anknüpft und einen dreiprozentigen Anstieg gegenüber dem letzten verfügbaren Stand von gut 63.000 Stellen im Frühjahr 2017 bedeutet. Sollte sich sogar eine spürbare Sogwirkung entfalten oder es zu einem konfliktreichen Verhandlungsausgang zwischen Großbritannien und der EU kommen, wäre das Ausmaß der Jobverlagerungen noch umfangreicher. Trotz der Herausforderungen durch den bevorstehenden Mitarbeiterzustrom ist der Brexit für das deutsche Finanzzentrum eine einmalige Chance, sich noch besser in der Finanzwelt zu positionieren.

Ulrike Bischoff

Frankfurter Bankbeschäftigung: Brexit-Zuwachs stärker als Konsolidierung



* Statistischer Bruch

Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Helaba Volkswirtschaft / Research

Reformen im konjunkturellen Aufschwung



Der neue Präsident scheint mit dem notwendigen Reformprozess Ernst zu machen. Der konjunkturelle Aufschwung ist hierbei hilfreich. Der Konsum dürfte kurzfristig nicht profitieren, die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen schon. Höhere Investitionen in Ausrüstungen und Bauten sind zu erwarten.

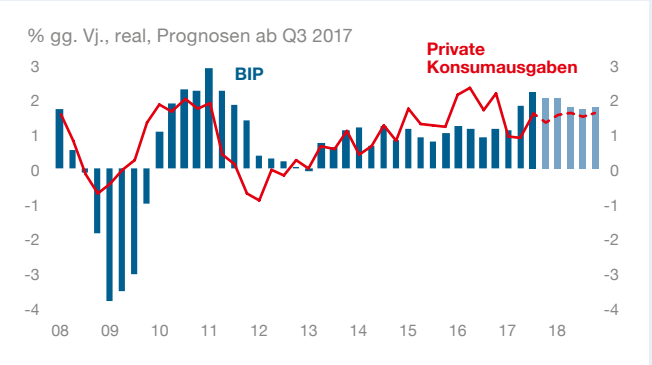
Frankreich ist in den letzten Jahren deutlich langsamer gewachsen als Deutschland. Dieser Abstand dürfte sich allmählich einengen. Das Bruttoinlandsprodukt wird voraussichtlich auch 2018 um 1,8 % zulegen, zwei Zehntel weniger als hierzulande.

Trotz der aufgehellten Konjunktur hat sich der Privatkonsum 2017 mit einem Anstieg von nur gut 1 % deutlich schwächer entwickelt als im Jahr zuvor. Den privaten Haushalten blieb aufgrund der **höheren Inflation** real weniger in der Tasche. Die gestiegene Beschäftigung und die kaum höheren Löhne konnten dies nicht kompensieren. Auch 2018 werden nicht alle Konsumwünsche in Erfüllung gehen. Mit gut 1 ½ % wird diese Komponente dann allerdings nur noch leicht unterdurchschnittlich zulegen. Von der Inflationsseite ist mit keiner Entlastung zu rechnen und steuerpolitisch dürfte es zu einer Belastung kommen. Zwar sollen die Sozialbeiträge der Beschäftigten in Stufen gesenkt, dafür allerdings die Sozialsteuer CSG zu Beginn des Jahres 2018 in einem Schritt erhöht werden. Dies belastet insbesondere die Rentner. Die Sparquote dürfte sich kaum verändern. Immerhin sind die Verbraucher trotz der nach wie vor hohen Arbeitslosigkeit optimistisch gestimmt.

Frankreich hat es seit 2007 nicht mehr geschafft, das **Maastricht-Kriterium** einer jährlichen Neuverschuldung von 3 % des BIP zu unterschreiten. Die neue Regierung ist fest entschlossen, dies 2017 zu erreichen. Eine Steuerrückzahlung an Unternehmen aufgrund eines Urteils des Verfassungsrats soll mit Hilfe einer temporären Abgabe für große Unternehmen kompensiert werden. Die nachhaltige Unterschreitung der Defizitgrenze 2018 setzt neben einem höheren Wirtschaftswachstum vor allem voraus, dass die geplante Dämpfung des Zuwachses der Staatsausgaben auch tatsächlich umgesetzt wird. Dies gilt umso mehr, als eine niedrigere Belastung von Kapitalgewinnen, die Umwandlung der Vermögensteuer in eine reine Immobiliensteuer mit deutlich geringerem Aufkommen und ab 2018 eine schrittweise Verringerung der Körperschaftsteuer angestrebt wird. Darüber hinaus soll ein Konjunkturprogramm über fünf Jahre in der Größenordnung von 57 Mrd. Euro in die Wege geleitet werden.

Positive Impulse sollten 2018 von den **Investitionen** ausgehen. Bereits in der vorherigen Legislaturperiode sind die Rahmenbedingungen für die Unternehmen durch die Senkung von Sozialbeiträgen und Steuern sowie temporäre Abschreibungs-

Vorübergehende Delle beim französischen Konsum



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

möglichkeiten verbessert worden. Dies hat dazu beigetragen, die Margen der Unternehmen zu erhöhen. Für mehr Ausrüstungen spricht, dass die Kapazitätsauslastung der Industrie seit 2014 deutlich gestiegen ist; sie liegt nun über dem langjährigen Durchschnitt. Auch in den Dienstleistungsbereichen hat sich das Geschäftsklima weiter verbessert.

Nach dem langjährigen Rückgang der Bautätigkeit bis 2015 sind die französischen Investitionen in diesem Bereich 2017 um schätzungsweise mehr als 3 % gestiegen. Die Dynamik geht aktuell sowohl vom Nichtwohnungsbau als auch vom Wohnungsbau aus. Der starke **Anstieg der Wohnungsbaugenehmigungen** signalisiert einen anhaltenden Aufschwung. Die Wohnimmobilienpreise legen seit 2015 moderat zu. Die Schwachstelle der französischen Wirtschaft bleibt der Außenhandel, der das Wachstum bremst. Die geplanten Reformen der neuen Präsidentschaft dürften dazu beitragen, die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen zu erhöhen. Bereits auf den Weg gebracht ist die **Reform des Arbeitsrechts**. Dabei geht es um mehr Möglichkeiten für unternehmensinterne Lösungen in Bezug auf Arbeitszeit, Arbeitsbedingungen und Löhne sowie eine Deckelung von Abfindungen bei Entlassungen. Diese Maßnahmen steigern die Flexibilität und Effizienz in den Unternehmen. Auch die weiteren Eckpfeiler der angekündigten Wirtschaftspolitik, nämlich die Reform der Arbeitslosenversicherung, der beruflichen Ausbildung und des Rentensystems sollten zügig angegangen werden.

Prognose	2017s	2018p	2019p
BIP, real % gg. Vj.	1,8	1,8	1,6
Inflationsrate, % gg. Vj.	1,2	1,4	1,6
Arbeitslosenquote, %	9,6	9,2	8,7

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Dr. Stefan Mütze

Italien

Grundlegende Renovierung steht noch aus

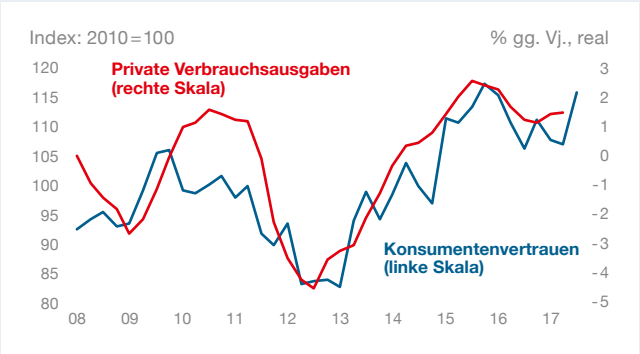
Der italienische Aufschwung bleibt schwach. Die kaum steigende Produktivität ist Ausdruck der hartnäckigen Strukturprobleme des Landes. Die notwendige Reformpolitik ist kaum zu erwarten.

Auch Italien befindet sich im Aufschwung, der allerdings nur schwach ausgeprägt ist. Das Land hat seit der Euro-Einführung mit Ausnahme des Jahres 2000 nie an die Dynamik der Euro-

zone heranreichen können. Hieran dürfte sich vorerst nichts ändern. Italien leidet unter einer Reihe **struktureller Probleme**, die sich in einer kaum gestiegenen Produktivität widerspiegeln. Während diese im gemeinsamen Währungsraum seit 1999 um über 18 % zunahm, erhöhte sie sich in Italien nur um 3,5 %. Das Land ist im Schnitt nicht reicher als vor der Wirtschafts- und Finanzkrise. Das BIP pro Kopf liegt mit 27.700 Euro nur leicht über dem Niveau von 2007.

Da sich der Lebensstandard nur mit einer kontinuierlich steigenden Produktivität heben lässt, sollte der Reformprozess verstärkt werden. Die Arbeitsmarktreformen von 2015 waren ein erster Schritt. Ein mittelfristig höheres Wirtschaftswachstum erfordert weitere Strukturreformen, beispielsweise im Bildungswesen. Darüber hinaus sollte der Umbau der öffentlichen Verwaltung und des Justizsystems fortgesetzt und die organisierte Kriminalität konsequenter bekämpft werden. Die Aktivitäten im Bereich Forschung und Entwicklung sind zu gering. Die Innovationstätigkeit kommt nicht in Gang. Zudem ist Italien **regional gespalten**: So erreichen die südlichen Regionen und die Inseln nur rund zwei Drittel der Wirtschaftsleistung pro Kopf des Landesdurchschnitts und wachsen langsamer. Dementsprechend unterschiedlich fällt die Arbeitslosigkeit aus. Im Landesdurchschnitt ist sie 2017 leicht auf 11,3 % zurückgegangen. In den südlichen Landesteilen werden deutlich höhere Quoten von rund 20 % erreicht. Die Jugendarbeitslosigkeit liegt bei 35 %. Obwohl die italieni-

Trotz Inflation optimistische Konsumenten in Italien



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research



Prognose	2017s	2018p	2019p
BIP, real % gg. Vj.	1,6	1,5	1,3
Inflationsrate, % gg. Vj.	1,4	1,3	1,4
Arbeitslosenquote, %	11,3	10,9	10,5

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

schen Banken zuletzt ihre Problemkredite reduziert haben, belasten die Schwierigkeiten des Sektors weiterhin. Trotz der gewaltigen Probleme ist vor den spätestens im Mai 2018 anstehenden Parlamentswahlen kein höheres Reformtempo zu erwarten. Dass es danach zu einer Politikänderung kommt, ist eher unwahrscheinlich.

Bis auf den Außenhandel haben zuletzt alle Komponenten des BIP zum Wachstum beigetragen. Obwohl die **Verbraucherpreise 2017** mit knapp 1 ½ % **deutlich stärker zulegten** als im Jahr zuvor (- 0,1 %), expandierten die privaten Verbrauchsausgaben wiederum mit schätzungsweise 1 ½ %. Finanziert wurde dies mit einer **zurückgegangenen Sparquote**. Zudem steigt die Beschäftigung. Trotz des engen Finanzierungsspielraums vieler Italiener ist das Konsumklima freundlich. Die Verschuldung der privaten Haushalte ist kein hemmender Faktor. Mit gut 40 % des BIP ist sie im internationalen Vergleich niedrig. 2018 dürfte sich an den grundlegenden Einflussfaktoren nichts ändern, so dass mit einem Konsumzuwachs wie im Jahr zuvor zu rechnen ist. Die Regierung hat trotz der etwas günstigeren Konjunktur wenig Spielraum für Wahlgeschenke. Die öffentlichen Konsumausgaben sind in den vergangenen Jahren kaum gestiegen. Der hohe Schuldenstand von 132 % des BIP erfordert eine zurückhaltende Finanzpolitik. Nach jahrelangem Verzicht auf Gehaltserhöhungen sollen nun im öffentlichen Dienst Mittel für Neueinstellungen und höhere Zulagen zur Verfügung gestellt werden.

Die **Unternehmensgewinne** werden 2018 aufgrund der stagnierenden Produktivität bei leicht steigenden Lohnkosten unter Druck bleiben. Sonderabschreibungen hatten 2016 zu einem Schub bei den Ausrüstungsinvestitionen geführt, der bereits 2017 wieder an Bedeutung verlor. Allerdings ist auch in Italien die industrielle Kapazitätsauslastung deutlich über den langjährigen Durchschnitt gestiegen. Da das Geschäftsklima in den anderen Sektoren ebenfalls positiv ist, dürfte die Kapitalbildung moderat zunehmen. Die Bautätigkeit sollte 2018 zum dritten Mal in Folge steigen. Vom Außenhandel hingegen werden erneut leicht negative Effekte ausgehen.

Dr. Stefan Mütze

Spanien

Streit unter Spaniern

Spanien läuft mit Siebenmeilenstiefeln einem höheren Wohlstand entgegen. Die Autonomiebewegung in Katalonien könnte dies gefährden. Ob die Entmachtung der Regionalregierung zu einer friedlichen Lösung führt, ist noch unklar. Sollte dies nicht der Fall sein, müsste mit empfindlichen Wachstumseinbußen gerechnet werden.

Spanien erreicht 2017 zum dritten Mal in Folge ein Wirtschaftswachstum von mehr als 3 %. Das Vorkrisenniveau von Anfang 2008 ist damit übertroffen. Jetzt steht das Land mit der Unabhängigkeitsbewegung in Katalonien allerdings vor einer ernsthaften Herausforderung. Ob die Entmachtung der katalanischen Regionalregierung zu einer Befriedung beiträgt, ist noch nicht klar. Die Region steht für fast ein Fünftel der spanischen Wirtschaftsleistung und ist damit genauso wichtig wie Madrid. Die katalanischen Unternehmen sind auf den heimischen Absatzmarkt angewiesen wie auch umge-



kehrt. Der **Exodus der Firmen aus Katalonien** hatte zeitweise erhebliche Ausmaße angenommen. Internationale Unternehmen halten sich mit Investitionen zurück. Die Unsicherheit belastet also insbesondere die Region Katalonien. Eine tatsächliche Abspaltung ist aus jetziger Sicht eher unwahrscheinlich, ökonomisch betrachtet allerdings der „worst case". Dies würde implizieren, dass die Region nicht mehr zur EU gehört. Investitionen aus dem europäischen Ausland und aus Spanien wären durch den eingeschränkten Zugang zum Binnenmarkt wenig attraktiv. Da die Verflechtung der Region mit Spanien hoch ist, würde dies auch den Rest des Landes negativ beeinflussen. Die Staatengemeinschaft dürfte sich auf mögliche Beitrittsverhandlungen kaum einlassen.

Unsere Wachstumsprognose von 2,8 % für 2018 setzt voraus, dass der Konflikt rasch beigelegt werden kann. Ist dies nicht der Fall, sollte mit einem Abschlag von mindestens einem halben Prozentpunkt gerechnet werden. Die hohe Dynamik der letzten Jahre war auch eine Gegenbewegung zu den beiden Rezessionen, die das Land während der Finanzkrise und der europäischen Staatsschuldenkrise erleben musste. Allerdings nicht nur: Durch Reformen und Lohnzurückhaltung sowie die Steigerung der Produktivität konnten die Lohnstückkosten der gesamten Volkswirtschaft seit Anfang 2009 gesenkt werden, während sie im Durchschnitt der Eurozone anstiegen. Besonders erfolgreich war die Entwicklung in der dem internationalen Wettbewerb ausgesetzten Industrie. Hier fielen die Lohnstückkosten in diesem Zeitraum um knapp 15 %, während die Gesamtwirtschaft ein Minus von rund 5 % erreichte. Spanien konnte damit seine **Wettbewerbsfähigkeit** gegenüber vergleichbaren Ländern wie Italien deutlich erhöhen.

Die Inflationsrate in Spanien ist 2017 aus dem negativen Bereich auf 2 % geklettert. Dies ist im Vergleich zur gesamten Eurozone überdurchschnittlich und belastet das Budget der privaten Haushalte. Die Konsumdynamik hat trotzdem nur leicht nachgelassen. Impulse gehen weiterhin von der kontinuierlich steigenden Beschäftigung aus. Zudem sind die Lohnsteigerungen etwas höher. Die Zahl der Arbeitslosen sinkt deutlich und das **Konsumklima ist optimistisch**. 2018 dürfte die Inflationsrate etwas geringer ausfallen und damit wiederum einen Konsumzuwachs in der Größenordnung von 2,5 % ermöglichen. Die Konsumausgaben des Staates legen weiterhin nur moderat zu. So lag das öffentliche Defizit 2017 noch über den eigentlich erlaubten 3 %. Es ist denkbar, dass die spanische Zentralregierung Katalonien mit höheren Zahlungen entgegenkommen muss. Dies würde die Eindämmung des Defizits gefährden.

Erfreulich entwickeln sich die spanischen Investitionen. Die **Immobilienkrise ist überwunden**. Die Wohnimmobilienpreise sind zwar immer noch auf niedrigem Niveau, steigen aber mit aktuell mehr als 5 % dynamisch. Bei geringen Hypothekenzinsen wird wieder mehr in den Wohnungsbau investiert. Die Ausrüstungen expandieren bereits seit 2013. Die höhere Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen und der konjunkturelle Aufwind lassen die Unternehmen optimistisch in die Zukunft schauen. Im Gegensatz zu anderen europäischen Staaten profitiert Spanien auch vom **Außenhandel**. Die Ausfuhren legen stärker zu als die Einfuhren.

Dr. Stefan Mütze

Prognose	2017s	2018p	2019p
BIP, real % gg. Vj.	3,1	2,8	2,2
Inflationsrate, % gg. Vj.	2,0	1,6	1,7
Arbeitslosenquote, %	17,2	15,9	14,0

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research



Griechenland

Wenig Geld für Einkaufsfreuden

Endlich wächst das südeuropäische Land wieder nennenswert – nach mehrjähriger Stagnation und einer dramatischen Schrumpfung der Wirtschaftsleistung zuvor. Viele Verbraucher werden die Erholung allerdings 2018 noch nicht spüren.

Die Lage am Arbeitsmarkt verbessert sich. Die Arbeitslosenquote ist seit dem Höchststand von jahresdurchschnittlich über 27 % im Jahr 2013 deutlich gefallen und nähert sich langsam der 20 %-Marke. Dies hat zuletzt das Vertrauen der Konsumenten gestärkt, die aber immer noch viel pessimistischer sind als im Rest der Eurozone. Immerhin hat sich der private Konsum, der mit einem Anteil von rund 70 % am Bruttoinlandsprodukt eine besonders große Rolle spielt, stabilisiert und könnte 2018 moderat zulegen. Die Preis- und Lohnentwicklung spiegelt jedoch noch die schwache wirtschaftliche Verfassung wider. Viele neu geschaffene Arbeitsplätze – vor allem im **boomenden Tourismus** – sind saisonal, häufig in Teilzeit oder es wird nur der sehr niedrige Mindestlohn gezahlt. Rückläufige Geburtenzahlen und die Abwanderung vor allem jüngerer Arbeitskräfte dämpfen die Bevölkerungsentwicklung. Das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf ist von mehr als 90 % des EU-Durchschnitts vor der Krise auf nur 67 % im vergangenen Jahr gesunken. Noch ist der Anteil der von Armut betroffenen Personen nach Bulgarien und Rumänien der höchste in der EU.

Prognose	2017s	2018p	2019p
BIP, real % gg. Vj.	1,2	2,0	2,0
Inflationsrate, % gg. Vj.	1,2	1,0	1,5
Arbeitslosenquote, %	21,8	21,0	20,0

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Weitere finanzielle Unterstützung

Wichtig für die weitere wirtschaftliche Erholung ist die Fortsetzung des Konsolidierungs- und Reformkurses. Denn Griechenland dürfte auch nach dem Ende des EU-Defizitverfahrens neulich und dem Auslaufen des dritten Hilfsprogramms im August 2018 auf finanzielle Unterstützung angewiesen sein. Der positive Primärsaldo im Staatshaushalt wird nicht ausreichen, die hohe Staatsverschuldung auf ein nachhaltiges Niveau zurückzuführen. **Politische Unsicherheiten** sind im neuen Jahr nicht auszuschließen, da die Regierung nur über eine hauchdünne Mehrheit verfügt. Vorgezogene Neuwahlen und ein Sieg der derzeit in Umfragen führenden Konservativen würden aber nicht zu einer Abkehr vom Reformkurs führen.

Dr. Stefan Mitropoulos

Irland

Zwischen Brexit und Wohnungsnot

Die Iren diskutierten noch, ob sie die Finanzkrise, das Platzen der Immobilienblase und die europäische Schuldenkrise nun langsam überwunden hatten, als sie mit dem Brexit-Votum

Prognose	2017s	2018p	2019p
BIP, real % gg. Vj.	4,0	3,5	3,0
Inflationsrate, % gg. Vj.	0,3	1,2	1,5
Arbeitslosenquote, %	6,3	5,8	5,5

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research



der Briten ein neuer Schock traf. Unter allen EU-Ländern würde Irland unter einem chaotisch ablaufenden Brexit wohl am meisten leiden. Großbritannien ist nicht nur der wichtigste Handelspartner der irischen Republik. Irland wickelt derzeit auch einen guten Teil seines Warenhandels mit Kontinentaleuropa über die Nachbarinsel ab, was durch die Rückkehr von Zöllen bzw. Zollbürokratie massiv erschwert werden könnte. Hinzu kommt die **emotional aufgeladene Frage** der zukünftigen EU-Außengrenze zu Nord-Irland.

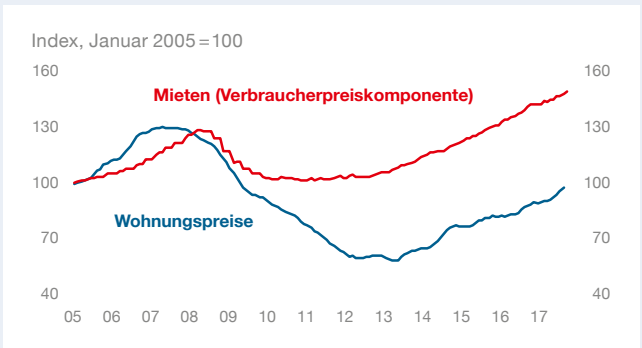
Kommt jetzt der „Irexit"?

Trotz der massiven Zunahme des Wohlstands seit dem EU-Beitritt 1973 wird deshalb in Irland wohl unter allen Mitgliedsländern am ernsthaftesten über einen eigenen Austritt als Reaktion auf den Brexit diskutiert. Wenig hilfreich ist daher der bizarre Vorgang, in dem die EU-Kommission derzeit die irische Regierung vor dem Europäischen Gerichtshof verklagt, weil diese eine ihr angeblich zustehende Steuerschuld von Apple in zweistelliger Milliardenhöhe nicht eintreiben will. Dies bestätigt eine aus irischer Sicht seit langer Zeit laufende Offensive der Kommission und anderer großer EU-Länder gegen die niedrigen Unternehmenssteuern, einen Grundpfeiler des „**Geschäftsmodells" der Republik**.

Zwar würde ein glatt laufender Brexit der irischen Wirtschaft auch Chancen bieten, insbesondere, wenn Dublin von der Verlagerung von Arbeitsplätzen in der Finanzbranche profitieren sollte. Tatsächlich wären diese Impulse aber hauptsächlich auf Dublin konzentriert und könnten ein zentrales Problem noch verschärfen: eine in Folge des Immobilien-Crashs entstandene **Wohnungsknappheit**. Die Bautätigkeit brach nämlich nach ihrem Boom in der Krise so stark ein, dass vor allem mangels neuen Angebots die Wohnimmobilienpreise heute selbst landesweit schon wieder das hohe Niveau von 2005 erreicht haben. Bei den Mieten werden die Höchststände von 2008 inzwischen sogar deutlich übertroffen.

Dies dämpft auch den privaten Konsum. Obwohl sich die Beschäftigung spürbar erholt hat und die Gesamtteuerung recht niedrig war, wurden die nominalen Kaufkraftzuwächse teilweise **von den Mieten „aufgefressen"**. In den nächsten Jahren dürfte die irische Binnennachfrage einschließlich des Konsums zwar weiter auf Expansionskurs steuern. In unserem Brexit-Basisszenario überwiegen aber die negativen konjunkturellen Effekte. Das irische Wachstum insgesamt dürfte daher 2018 mit 3,5 % etwas hinter den hohen Raten der letzten Jahre zurückbleiben.

Wohnungsmangel treibt Preise in Irland



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Patrick Franke



Großbritannien

Einigung auf dem Verhandlungsbasar?

Im Vereinigten Königreich schwebt der Brexit über allem. Die nur sehr schleppend verlaufenden Verhandlungen lassen die Unsicherheiten über den EU-Austritt wachsen. Dies wird sich sukzessive in der Konjunktur widerspiegeln. Schon 2018 sollte eine Vorentscheidung fallen, wie das künftige Verhältnis Großbritanniens zur EU aussehen wird.

Die Uhr tickt erbarmungslos! Zwei Jahre nach dem Austrittsantrag muss Großbritannien Ende März 2019 offiziell die EU verlassen. Die Art des Brexit ist noch völlig offen. Die britische Position ist von **internen Streitigkeiten** geprägt, die klare Linie fehlt. Immerhin ist das Wachstum in Großbritannien nicht wie befürchtet eingebrochen. An Dynamik verlor die Konjunktur 2017 dennoch. Dies wird sich vermutlich 2018 fortsetzen.

Die wirtschaftlichen Folgen des Brexit mussten bislang vor allem die Verbraucher ausbaden. Die Schwäche des Britischen Pfunds verteuerte die Importe und erhöhte die **Inflation** bis auf 3 %, die Realeinkommen gerieten unter Druck. Der Abwertungseffekt läuft jedoch allmählich aus, so dass sich die Teuerung 2018 etwas zurückbildet. Das Beschäftigungswachstum dürfte an Fahrt verlieren. Daher wird der Anstieg der Realeinkommen 2018 nur etwas höher ausfallen.

Auch aus anderen Gründen sind dem Konsumwachstum Grenzen gesetzt: Während sich die Gesamtverschuldung der privaten Haushalte seit der letzten Rezession entspannt hat, sind insbesondere unbesicherte Konsumentenkredite in den vergangenen Jahren kräftig gewachsen. **Erhöhte Zahlungsausfälle** in diesem Segment beeinträchtigen das kreditfinanzierte Konsumwachstum. Der Vermögenszuwachs dank höherer Wohnimmobilienpreise hat sich nicht zuletzt wegen der Brexit-Unsicherheiten verlangsamt und liefert keine großen Impulse mehr, zumal die Sparquote im historischen Vergleich niedrig ist. Insgesamt wird der private Verbrauch 2018 nur um gut 1 % zulegen.

Prognose	2017s	2018p	2019p
BIP, real % gg. Vj.	1,5	1,0	1,4
Inflationsrate, % gg. Vj.	2,7	2,4	2,0
Arbeitslosenquote, %	4,4	4,5	4,8

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Bremsspuren bei den Investitionen

Der Brexit birgt vor allem für Unternehmen eine **erhebliche Unsicherheit**. Die Bedingungen für Ein- und Ausfuhren und den Einsatz von EU-Arbeitskräften sowie viele weitere Vorschriften könnten sich massiv verändern. Bislang wuchsen die Investitionen zwar sehr solide – nicht nur im Wohnungsbau. Je näher aber der Tag des offiziellen EU-Austritts rückt, desto mehr werden wohl die Unternehmen auf die Bremse treten. 2018 liefern die Anlageinvestitionen vermutlich nur einen marginalen Wachstumsbeitrag. Bei leicht steigenden Staatsausgaben und einem eher neutralen Außenbeitrag dürfte das Bruttoinlandsprodukt 2018 mit 1,0 % noch einmal langsamer als im Vorjahr (mit 1,5 %) expandieren. Damit gerät die britische Wirtschaft im Vergleich zu den anderen europäischen Staaten ins Hintertreffen.

Die Bank of England wird nach der **Zinserhöhung** im November, der ersten seit zehn Jahren, zunächst Ruhe bewahren. Trotz der geringen Arbeitslosenquote wird sich das Lohnwachstum allenfalls leicht beschleunigen. Die Importpreise deuten bereits auf eine nachlassende Teuerung hin, zumal sich das Wachstum verlangsamt. Die Inflation überschreitet ihren Zenit und sinkt im Verlauf von 2018 wieder in Richtung 2 %. Die britische Notenbank könnte daher ihren Leitzins bei 0,5 % belassen.

Brexit-Kompromiss am wahrscheinlichsten

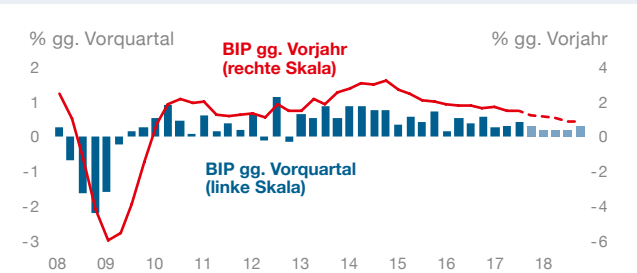
Der Brexit überlagert jedoch Konjunktur und Geldpolitik. Zuzüglich der Zeit für die Ratifizierung ist ein Verhandlungsende bis spätestens Oktober 2018 angedacht. Aber bereits die Verhandlungen über die „Scheidungsrechnung“ verlaufen sehr zäh, ohne dass das zukünftige Verhältnis Großbritanniens zur EU überhaupt thematisiert wurde. Ein von den Briten gewünschtes Freihandelsabkommen jenseits des Binnenmarktes kann in der verbleibenden Zeit nicht in Gänze ausgehandelt werden. Ein Zugeständnis für eine im beiderseitigen Interesse liegende **längere Übergangsphase** wird die EU wohl erst nach signifikanten Gesprächsfortschritten machen.

Hauptstreitpunkte bleiben die Zuzugsmöglichkeit von EU-Arbeitnehmern nach Großbritannien sowie der Marktzugang von Waren und Dienstleistungen. Ein Austritt ohne Einigung könnte in Großbritannien neben Zöllen auf WTO-Niveau und nichttarifären Handelshemmnissen Verwerfungen bei der Abwicklung des Außenhandels und im Finanzsektor mit sich bringen. Auch im Flugverkehr oder bei der Kernenergie bestehen Unsicherheiten. Kein Deal ist nicht wirklich eine Option, auch wenn die „Brexiteers“ dies anders beurteilen. Schon allein aufgrund der Größenverhältnisse gilt: Großbritannien ist stärker auf eine Einigung angewiesen als die EU. Daher wächst im Jahresverlauf der **Druck auf Premierministerin May** (oder ihren Nachfolger), sich einem Kompromiss anzunähern. Letztlich geht es um Schadensbegrenzung. Ein Abkommen könnte einen relativ freien Warenaustausch, einen eingeschränkten Handel bei Dienstleistungen sowie eine begrenzte Arbeitnehmerfreizügigkeit umfassen. Ungeachtet der geringen Fortschritte, der internen Unstimmigkeiten innerhalb der britischen Regierung sowie Ratifizierungsrisiken in der EU ist ein Deal immer noch die wahrscheinlichste Lösung – spätestens 2019.

„Ich kannte einen Typen in El Paso. Eines Tages zog er sich splitternackt aus und sprang in einen Kaktus. Ich fragte ihn auch: Warum?“ „Und?“ „Er sagte: Er hielt das damals für eine blendende Idee.“ Vin Tanner in den „Glorreichen Sieben“

Christian Apelt, CFA

Brexit zieht britisches Wachstum nach unten



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research



Nordeuropa

Schweden: 2018 mit weniger Glanz

Die schwedische Wirtschaft legt auch 2017 wieder kräftig zu und expandiert voraussichtlich um 3,1 %. Aufgrund des vergleichsweise kleinen Inlandsmarktes sind dabei die hohen Exportaktivitäten von fast 46 % des BIP besonders wichtig. 2018 wird sich Schweden weiterhin einer günstigen Konjunktur erfreuen, auch wenn das Wachstum mit rund 2,5 % etwas niedriger als im Jahr zuvor sein dürfte.

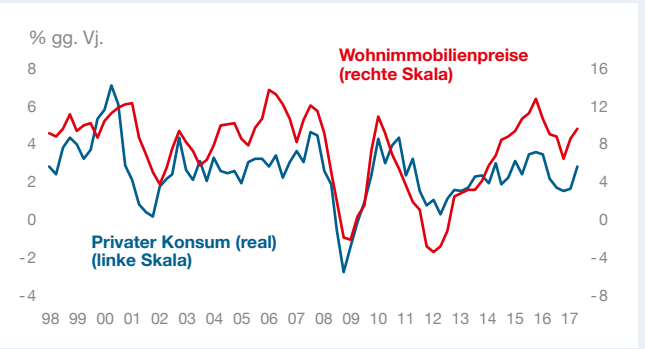
Für regen Besuch in den Kaufhäusern sorgen die anhaltende wachstumsfreundliche Geld- und Fiskalpolitik sowie die seit Jahren rasant **steigenden Eigenheimpreise**. Letzteres geht allerdings mit einer sehr hohen **Verschuldung der Privathaushalte** einher. Diese summiert sich mittlerweile auf rund 180 % des verfügbaren Einkommens. Maßnahmen der Regierung und der Banken gegen diese Entwicklung zeigen bisher keine nachhaltige Wirkung. Eine Trendwende am Häusermarkt würde aber mit enormen Risiken für die Privathaushalte und die schwedische Wirtschaft einhergehen.

Prognose	2017s	2018p	2019p
BIP, real % gg. Vj.	3,1	2,5	2,4
Inflationsrate, % gg. Vj.	1,7	1,8	1,8
Arbeitslosenquote, %	6,6	6,5	6,5

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Wohnimmobilienpreise beeinflussen das Konsumwachstum



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Research

> Die hohe private Verschuldung und die Immobilienpreise sind ein Stabilitäts- und Wachstumsrisiko.

Fiskalpolitik als entscheidender Faktor

Aufgrund der Wahlen im Herbst 2018 ist vorerst mit einer **anhaltenden expansiven Fiskalpolitik** zu rechnen. Der Budgetplan konzentriert sich auf die Schaffung neuer Arbeitsplätze, was besonders unter dem Aspekt der hohen Aufnahmequote an Migranten die Voraussetzung für eine anziehende Konsumtätigkeit schafft. Zudem sollen Steuersenkungen durchgeführt und Gelder in das Gesundheits- und Bildungswesen investiert werden.

Die demografische Entwicklung in Schweden wird in Zukunft zu steigenden Konsumausgaben für die medizinische Versorgung führen und sich auch im Bereich Freizeit und Kultur niederschlagen. Der Online-Einkauf vor allem von Reisen und Kleidung erfreut sich großer Beliebtheit. Beim Bezahlen greifen die Schweden besonders häufig auf **elektronische Zahlungsmittel** zurück. Hier werden nur noch knapp 15 % der Zahlungen im Einzelhandel über Bargeld abgewickelt.



Das Shopping-Center wird zunehmend online besucht.

Das Wachstum des privaten Konsums bleibt jedoch hinter dem Wirtschaftswachstum insgesamt zurück. Eine leicht auf 6,5 % sinkende Arbeitslosenquote sowie moderat zunehmende Lohnzuwächse dürften den Konsum aber stimulieren. Wachstumstreiber sind 2018 vor allem der Export und der Wohnungsbau.

Trotz anziehender Inflation und starker Wachstumszahlen hält die schwedische Zentralbank bislang an ihrer expansiven Geldpolitik fest. Die Riksbank wird sich auch in Zukunft an der EZB orientieren, um eine deutliche Aufwertung der Schwedischen Krone und deflationäre Tendenzen zu vermeiden. Somit wird die **schwedische Notenbank** wohl bis Herbst 2018 **am Leitzins von -0,5 %** festhalten.

Norwegen: Das Öl bestimmt die Richtung

Norwegens Wirtschaftsstruktur ist durch die Ölindustrie charakterisiert. Entsprechend bremste in den letzten Jahren der niedrige Ölpreis das BIP-Wachstum. Ein wieder steigender Ölpreis verhilft dem größten Ölexporteur Westeuropas inzwischen aber, an Fahrt zu gewinnen. 2017 ist die Wirtschaftsaktivität durch einen zunehmenden Konsum der Privathaushalte und höhere Investitionen in die Festland-Industrie geprägt. Die Stärkung weiterer Wirtschaftssektoren ist im Gange.

Eine wichtige Rolle für die Wirtschaftsentwicklung übernimmt der Staat: Die wiedergewählte konservative Regierung will mit dem **Budgetplan 2018** das Land wettbewerbsfähiger und attraktiver für Investitionen machen. Zwar ist die Fiskalpolitik nicht mehr so expansiv wie in den Jahren zuvor, die Maßnahmen sind aber insgesamt wachstumsfreundlich. So werden Projekte zur Verbesserung der Infrastruktur wie der Bau der Untersee-Stromtrasse NordLink finanziert und die Steuern für Haushalte und Unternehmen weiter reduziert.

Dennoch sind die Investitionen in die **Ölindustrie weiterhin tonangebend** für die wirtschaftliche Entwicklung. Der Konsum und die Investitionen in andere Industriesektoren konnten allerdings einen Rückgang der Ölinvestitionen weitestgehend auffangen. Das Wirtschaftswachstum 2018 wird voraussichtlich bei 2,2 % liegen.

Die Ölindustrie ist das Fundament der norwegischen Wirtschaft.

Eine sinkende Inflation und Niedrigzinsen lockten die Menschen verstärkt in die Einkaufszentren. Auch steigende **Preise am privaten Häusermarkt** und daraus resultierende Vermögenseffekte veranlassen die Norweger, mehr zu konsumieren.

Prognose	2017s	2018p	2019p
BIP, real % gg. Vj.	1,9	2,2	2,0
Inflationsrate, % gg. Vj.	2,2	2,2	2,0
Arbeitslosenquote, %	4,2	4,0	3,8

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Gefährliche Kombination aus Eigenheimpreisen und privater Verschuldung

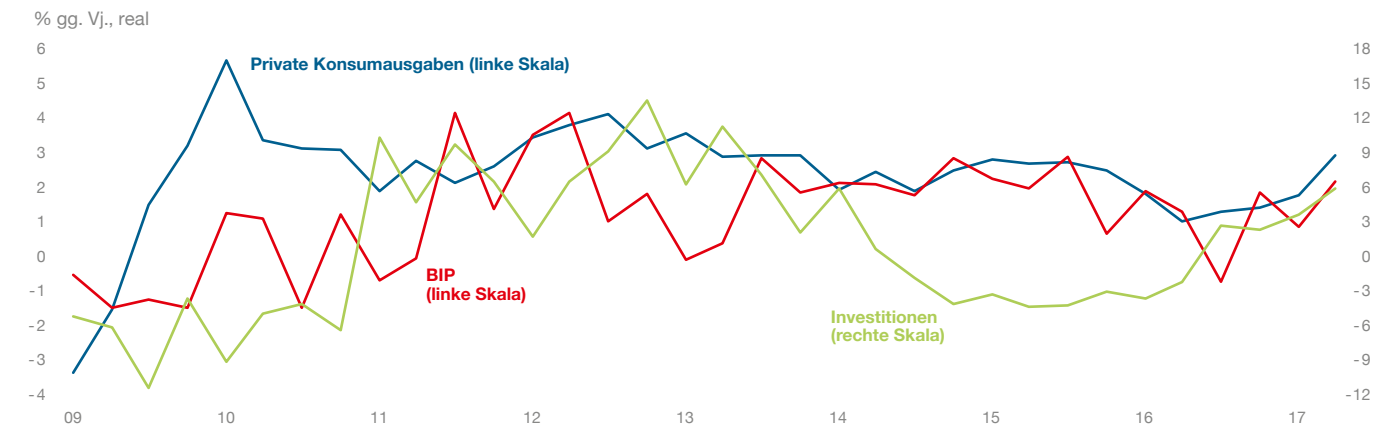
Der Preis für ein einfaches Mehrfamilienhaus entspricht mittlerweile eher dem für einen kleinen Palast. Ein Risiko besteht vor dem Hintergrund, dass Wohnimmobilien zwei Drittel des Bruttovermögens der privaten Haushalte ausmachen und der **Verschuldungsgrad** stärker steigt als die Einkommen. Um einer Überhitzung am Häusermarkt vorzubeugen, bestehen seit Anfang 2017 strengere Regeln für die Eigenheimfinanzierung. Zwar sind die Wohnimmobilien nicht ganz so teuer wie in Schweden und der Preisanstieg flacht ab. Eine **Abschwächung am Wohnungsmarkt** würde sich allerdings negativ auf den Konsum der Privathaushalte auswirken.

Positiven Einfluss auf den Konsum dürften jedoch die auf rund 4 % sinkende Arbeitslosigkeit sowie eine leicht reduzierte Sparquote haben. Für 2018 ist im Durchschnitt mit Preissteigerungen von 2,2 % zu rechnen. Die norwegische Zentralbank hat signalisiert, die **Zinsen** früher als zuvor avisiert zu **erhöhen**. Die Unsicherheiten über die Auswirkungen der Geldpolitik besonders in Anbetracht der hohen Häuserpreise lassen aber erst in der zweiten Jahreshälfte 2018 restriktive Maßnahmen erwarten. Auch der Austritt Großbritanniens aus der EU droht die norwegische Wirtschaft zu belasten, da gut 20 % der gesamten Exporte in das Vereinigte Königreich gehen.

Die Anlagen des staatlich kontrollierten Öl-Pensionsfonds belaufen sich bereits auf knapp 900 Mrd. Euro. Dies ermöglicht es Norwegen, den finanziellen Herausforderungen einer alternden Bevölkerung sowie zukünftigen Konjunkturflauten selbstbewusst entgegenzutreten. Laut Budgetplan sollen 2018 die Entnahmen im dritten Jahr in Folge höher sein als die Einzahlungen in den Fonds. Mit einem **Haushaltsüberschuss** von 4,2 % des BIP und einer Verschuldung von gerade einmal 37 % sind die Finanzen des skandinavischen **Wohlfahrtsstaates** trotzdem für die Zukunft gesichert.

Patrick Boldt

Investitionen und Konsum als Treiber des norwegischen Wachstums



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research



Polen, Tschechien, Ungarn

Zwischen Shopping und Cafeteria

Ein Jahr mit einer florierenden Wirtschaft liegt hinter den drei großen Ländern in Mittelosteuropa – und so wie es aussieht auch vor ihnen. Denn mit Wachstumsraten von 3 % und mehr bleibt die Dynamik 2018 in Polen, Tschechien und Ungarn lebhaft. Der private Verbrauch wird dabei aller Voraussicht nach wieder eine tragende Rolle spielen.

Bereits seit 2013 befinden sich die Einzelhandelsumsätze im Aufwind. Zeitgleich dazu ist jeweils – passend zum europäischen Trend – ein signifikanter **Anstieg der Wohnimmobilienpreise** zu beobachten. Besonders in Ungarn, aber auch in Tschechien haben sich die Hauspreise allein in den letzten vier Jahren um über 40 % bzw. um 26 % verteuert. In Polen blieb der Anstieg mit knapp 10 % etwas unter der Euroland-Dynamik. Trotz einer leichten Korrektur in Ungarn zur Jahresmitte 2017 ist eine Wende an den Wohnungsmärkten derzeit nicht absehbar. Bei **hohen Eigentümerquoten** von rund 80 % bis 85 % dürfte damit ein gefühlter Wohlstandseffekt verbunden sein.

Der Konsumoptimismus sollte laut EU-Umfragen auf Jahressicht anhalten. Denn für ihre finanzielle Situation erwarten rund zwei Drittel der Teilnehmer in Tschechien und Ungarn sowie 60 % der befragten Polen Konstanz und jeweils rund 20 % eine Verbesserung. Rekordniedrige Arbeitslosenquoten und kräftige Lohnsteigerungen setzen dabei real messbar konsumfreundliche Rahmenbedingungen.

Prognose	2017s	2018p	2019p
BIP, real % gg. Vj.	4,5	3,0	2,8
Inflationsrate, % gg. Vj.	2,5	2,3	2,2
Arbeitslosenquote, %	4,2	3,4	3,0

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Fachkräftemangel ist Realität

Schub erhalten die Löhne aufgrund der engen Arbeitsmärkte in der Region. Denn der Fachkräftemangel ist Realität: In **Tschechien** etwa, das in der Eurostat-Abgrenzung mit zuletzt nur 2,7 % die **niedrigste Arbeitslosenquote in der EU** aufweist, ist nahezu Vollbeschäftigung erreicht. Auch Ungarn und Polen liegen mit Quoten zwischen 4 % und 4 ½ % deutlich unter dem EU-Durchschnitt von 7,5 %.

> Boomende Arbeitsmärkte beflügeln den Konsum.

Aber auch staatliche Maßnahmen helfen dem Konsum auf die Sprünge, wie Mehrwertsteuersenkungen und eine Anhebung der Mindestlöhne, die zuletzt in allen drei Ländern wieder stärker ausgefallen ist. Zusätzlich stellen insbesondere die konservativen Regierungen in Polen und Ungarn mehr finanzielle Mittel für Familien und Rentner bereit.

Derlei populäre Maßnahmen sind nicht zuletzt vor dem Hintergrund der **Parlamentswahlen in Ungarn 2018 und in Polen 2019** zu sehen. In Tschechien, das im Oktober 2017 gewählt hat, bleibt noch abzuwarten, ob die von Wahlsieger Babis geplante Minderheitsregierung seiner „Aktion unzufriedener Bürger" tatsächlich dauerhaft regierungsfähig sein wird.

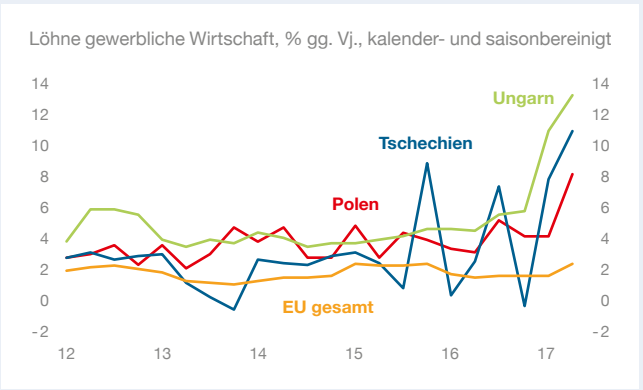
Zur Finanzierung der fiskalpolitischen Maßnahmen tragen die höheren Steuereinnahmen aufgrund der besseren Konjunktur bei. Zudem setzen die Länder darauf, die Steuervermeidung einzudämmen. Insgesamt haben sich die Budgetdefizite in Polen und Ungarn jedoch weniger stark verringert, als man in der aktuellen Boomphase erwarten könnte.

Zwar liegen die Schuldenstände unter dem EU-Durchschnitt von 83 % des BIP, wobei nur Ungarn mit gut 70 % noch die Maastricht-Grenze reißt. Jedoch laufen Maßnahmen wie die Rückkehr zu einem niedrigeren Rentenalter in Polen mit geschätzten Kosten in Höhe von jährlich 0,5 % des BIP einer nachhaltigen Haushaltskonsolidierung zuwider.

Zinswende bislang nur in Tschechien

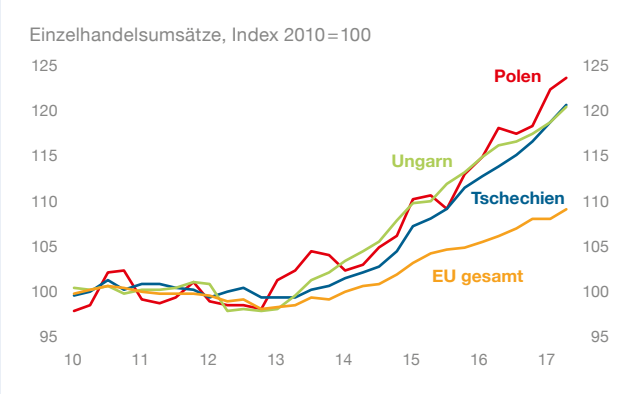
Weitere Impulse für die Konjunktur in der Region kommen von der lockeren Geldpolitik, die im Zuge der letzten Finanzkrise bei schwachen Wachstums- und Inflationsdaten eingeführt wurde. Inzwischen sind die **Inflationsraten** der drei Länder wieder **deutlich gestiegen**, in Polen und Ungarn bleiben sie allerdings noch unterhalb des jeweiligen Zielwertes von 2,5 % bzw. 3 %. In Tschechien kletterten die Preise bereits über das 2 %-Ziel. Treiber sind gestiegene Ölpreise, höhere Kosten für Mieten und Nahrungsmittel, aber auch Lohnsteigerungen.

Lohnanstieg beflügelt Konsum



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Einzelhandel spiegelt Konjunkturschwung



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

2018 wird die Teuerung voraussichtlich zwischen 2,3 % (in Tschechien) und 3 % (in Ungarn) liegen. Dabei kommen Impulse von den Energiepreisen und von Maßnahmen zur Bekämpfung von Steuervermeidung. Mehr und mehr dürfte sich jedoch die Knappheit am Arbeitsmarkt über steigende Löhne in der Inflation bemerkbar machen.

> Die tschechische Zentralbank ist als erste in den Zinserhöhungszyklus gestartet.

Während die Leitzinsen in Ungarn und Polen noch einige Zeit auf historischen Tiefs von 0,9 % und 1,5 % verharren dürften, hat die tschechische Zentralbank bereits ihren Zinserhöhungszyklus begonnen. Die aktuellen Aufwertungstendenzen der Währung werden dabei toleriert. Erst wenn die EZB Anzeichen für eine entschlossenere Straffung der Geldpolitik erkennen lässt, dürfte dieser Zug auch in der Region an Fahrt aufnehmen.

Schlüsselrolle der EU-Fördermittel

Eine wichtige Rolle für den weiteren Konjunkturverlauf werden die Fördergelder der EU spielen: Für die laufende Finanzierungsperiode 2014 bis 2020 sind im Rahmen der **europäischen Struktur- und Investitionspolitik** allein für Polen Mittel in Höhe von über 80 Mrd. Euro vorgesehen, das entspricht etwa 20 % des nominalen BIP. Insgesamt erhalten die drei Länder etwa ein Drittel der für die EU in diesem Rahmen zur Verfügung stehenden Mittel.

Bislang laufen die Projekte oft nur stockend an. Eine deutliche Steigerung der Abrufquoten zum Ende der Förderperiode hin ist allerdings nichts Außergewöhnliches. Auch gilt in der Regel eine gewisse Karenzphase nach Ablauf der Förderperiode.

Jedoch prüft die EU auf Basis des Stands 2018 die Mittelnutzung und die Umsetzung der Programme. Werden die vereinbarten Ziele nicht eingehalten, können die Gelder gekürzt werden, so dass zügiges Handeln – insbesondere die Vorbereitung geeigneter Projekte – geboten ist. Daher dürften die Investitionen 2018 einen spürbaren Beitrag zum BIP-Wachstum leisten. Allerdings wird sich die erforderliche **Ko-Finanzierung durch die nationalen Haushalte** auch in den Budgetsalden bemerkbar machen und Konsolidierungsfortschritte begrenzen.

Intensiver Handel mit Deutschland

Von der schwungvollen Wachstumsdynamik in der EU und in Deutschland profitieren besonders die beiden kleineren Volkswirtschaften mit zahlreichen **Niederlassungen** von Produktionsstätten und Zulieferern des **Automobilsektors.** Für den Autostandort Deutschland kommen Tschechien und Ungarn zusammen an dritter Stelle bei den Importen.

Prognose	2017s	2018p	2019p
BIP, real % gg. Vj.	4,1	3,5	3,3
Inflationsrate, % gg. Vj.	1,9	2,4	2,3
Arbeitslosenquote, %	7,4	6,8	6,4

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Prognose	2017s	2018p	2019p
BIP, real % gg. Vj.	3,7	3,3	2,5
Inflationsrate, % gg. Vj.	2,4	3,0	2,7
Arbeitslosenquote, %	4,3	3,7	3,3

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Die starke Konzentration auf eine Branche wird allerdings bei sektorspezifischen Krisen zum Problem. Dies kann der Fall sein, wenn Fortschritte verschleppt werden und die internationale Wettbewerbsfähigkeit leidet oder qualifizierte Arbeitnehmer nicht mehr in ausreichender Zahl zu finden sind. So wird auch ein Ausbau der mit 80 % bis 85 % stark ausgelasteten Kapazitäten davon abhängen, ob genügend Fachpersonal vorhanden ist. Hier könnte die Wirtschaft in der Region **von ihrem eigenen Erfolg gebremst** werden.

> Der Fachkräftemangel könnte zum Flaschenhals der Konjunktur werden.

EU-Mitgliedschaft nach dem Cafeteria-Prinzip

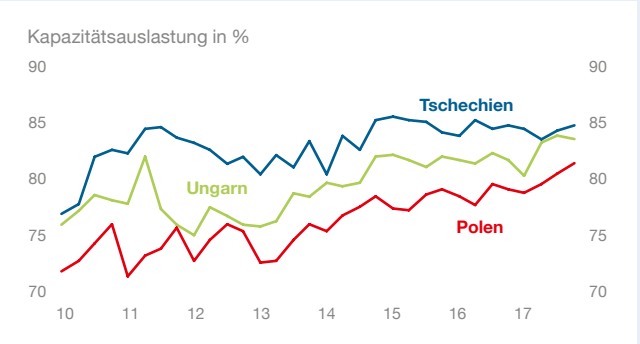
Die **Euro-Einführung** ist in den drei Ländern **von der Agenda verschwunden**. Auch wenn die quantitativen Maastricht-Kriterien meist problemlos erfüllt werden und sich die Länder dazu verpflichtet haben, sind die mit einer einheitlichen Währung verbundenen Kompromisse, v. a. die Übergabe der geldpolitischen Kompetenzen an die EZB, derzeit wenig attraktiv.

Hinzu kommt, dass die Umstellung auf die gemeinsame Währung insbesondere von den Tschechen und den Polen nicht unterstützt wird. Hier lehnt die Mehrheit den Euro ab. In Ungarn liegt die Zustimmung bei gut der Hälfte. Generell hüten sich die Regierungen, die Verbindungen zur EU zu intensivieren. Vor allem die EU-Einwanderungspolitik wird als problematisch empfunden. Die polnische und die ungarische Regierung machen immer wieder durch die **Konfrontation mit der EU** Schlagzeilen. Auch der tschechische Wahlsieger Babis hatte im Wahlkampf europakritische Töne angeschlagen.

Gleichzeitig verdeutlichen die umfangreichen Fördergelder und der Aufschwung der Region in den letzten Jahren, in welch hohem Maße die Länder von ihrer EU-Mitgliedschaft profitieren. Die abweisende Haltung in der Flüchtlingspolitik und der bisweilen scharfe Tonfall passen dazu schlecht und dürften zumindest teilweise den anstehenden Parlamentswahlen in Polen und Ungarn geschuldet sein. Offenbar gilt hier das **Cafeteria-Prinzip:** Aufs Tablett kommt nur, was ansprechend aussieht. Dies verträgt sich weder mit dem europäischen Gedanken, noch ist es im EU-Reformprozess hilfreich.

Marion Dezenter

Kapazitätsauslastung auf dem Weg zu Vorkrisen-Rekorden



Quellen: Eurostat, Helaba Volkswirtschaft / Research

Russland

Aufholjagd des privaten Konsums



Die russischen Konsumenten hatte es 2015 hart getroffen. Die Reallöhne fielen um 10 % und entsprechend stark ging der private Konsum zurück. Stützend wirkte sich in den Rezessionsjahren 2015 und 2016 jedoch aus, dass die Beschäftigten einen Lohnrückgang akzeptierten und die Unternehmen im Gegenzug von Massenentlassungen absahen. Die moderate Arbeitslosenrate stieg kaum. 2017 hat sich nun das Blatt gedreht. Der **private Verbrauch** wird jetzt zur **Hauptstütze** des Wirtschaftswachstums.

Der Rubelkurs hat sich seit Anfang 2016 unter Schwankungen spürbar gefestigt und die Inflation ging zügig zurück. Auch hat sich die private Kreditnachfrage belebt. Die Inflationsrate dürfte Ende 2017 mit 3 % ihren Tiefpunkt erreichen und 2018 wieder leicht steigen. Sie liegt jetzt unter der Zielvorgabe der Zentralbank, die ihre vorsichtige Senkung der Leitzinsen fortsetzen könnte. Diese wird allerdings wahrscheinlich weiter behutsam agieren, da hohe Inflationserwartungen fest verankert sind.

Der Anteil des privaten Konsums am BIP ist mit 52 % in Russland verhältnismäßig niedrig. Die Konjunktur ist dafür stark von der Außenwirtschaft und diese wiederum von der **Ölpreisentwicklung** abhängig. Hiervon werden voraussichtlich vorerst kaum nennenswerte Impulse ausgehen. Das BIP wird 2018 daher wahrscheinlich nicht stärker als die für 2017 geschätzten knappen 2 % wachsen. Bei stärker steigenden oder wieder fallenden Ölpreisen würde sich das Wachstumsbild ändern.

Mit einer raschen Aufhebung der Wirtschaftssanktionen zwischen dem Westen und Russland ist zudem nicht zu rechnen. Vor den russischen Präsidentschaftswahlen im März 2018, in denen Präsident Putin klarer Favorit ist, werden voraussichtlich keine außenpolitischen Initiativen zur Verbesserung der Beziehungen erfolgen.

Strukturelle Wachstumsbremsen

Die russische Wirtschaft hat den 2014/2015 erfolgten Einbruch der Ölpreise gut überwunden. Sie befindet sich mit einem niedrigen Haushaltsdefizit, der gesunkenen Inflation, dem ungefährdeten Leistungsbilanzüberschuss und den wieder leicht gestiegenen hohen Währungsreserven auf solidem Fundament. Ein Wachstumsmodell, das von der Energiewirtschaft unabhängiger ist, bleibt jedoch in weiter Ferne. Der **starke Einfluss des Staates** in der Wirtschaft, wenig Mut zu wirtschaftlichen Reformen, die unsicheren Rechtsverhältnisse sowie Korruption schwächen das Interesse an privaten Investitionen. Ein schnelleres, von Investitionen getragenes Wirtschaftswachstum ist vorerst nicht zu erwarten.

Ulrich Rathfelder

Prognose	2017s	2018p	2019p
BIP, real % gg. Vj.	1,9	1,8	1,7
Inflationsrate, % gg. Vj.	3,8	4,0	4,7
Arbeitslosenquote, %	5,1	5,1	5,0

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research



USA

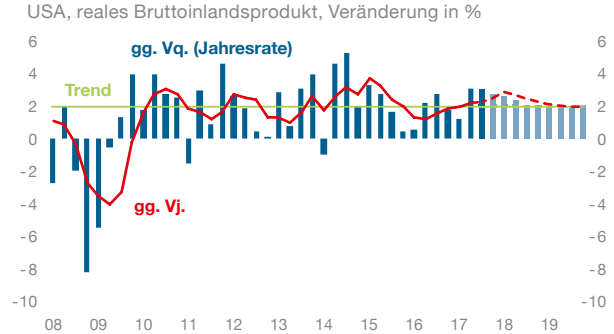
„Retail Apocalypse“ Now?

Die US-Wirtschaft hat das Chaos in Washington bisher gut überstanden. Die Regierung Trump blickt vor allem in der Wirtschaftspolitik auf weitgehend unproduktive Monate zurück. Trotzdem ist die Stimmung bei Unternehmen und Verbrauchern blendend.

Der erhoffte Stimulus durch Steuersenkungen und Ausgabenprogramme lässt auf sich warten. Jedoch sind befürchtete Katastrophen – vor allem ein für alle Seiten schädlicher Handelskrieg – bislang ausgeblieben. Dies heißt nicht, dass es auch 2018 keine Querschüsse von der Politik geben wird. Die zentralen Faktoren für den Ausblick sind aber die größten privaten Nachfragekomponenten: Investitionen und Konsum.

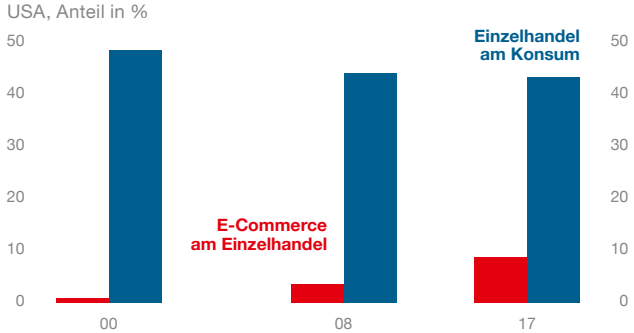
Die große US-Konjunkturstory der Jahre 2015/2016 war die unerwartet massive Korrektur der Investitionen in den Bergbau- und Energiesektoren infolge des Rohstoffpreisverfalls. Diese Investitionskategorien haben sich 2017 wie von uns prognostiziert von einem Gegen- in einen Rückenwind verwandelt. Offen bleibt zunächst, ob damit nicht nur der – außerhalb einer Rezession praktisch einzigartige – absolute Rückgang der Anlageinvestitionen 2016 überwunden ist. War die Belebung bei den Ausrüstungen 2017 vielleicht sogar der Einstieg in eine neue dynamische Aufschwungphase? Wir sind hier eher vorsichtig: Angesichts des fortgeschrittenen Stadiums des aktuellen Zyklus und der nach wie vor hohen politischen Unsicherheit rechnen wir mit einem positiven, aber überschaubaren Impuls von den Ausrüstungsinvestitionen.

Wachstum zunächst weiter oberhalb des Trends



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gewicht der Online-Umsätze hat sich verzehnfacht



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Nicht zuletzt die **Unberechenbarkeit** der zukünftigen Handelspolitik unter Präsident Trump erhöht auf absehbare Zeit das Risiko von Investitionen in amerikanische Produktionsanlagen.

Aufholbedarf besteht nach wie vor beim Wohnungsbau. Trotz kräftiger Preiszuwächse – in vielen Ballungsräumen werden die Hochs aus der Blasenzeit Mitte der 2000er Jahre inzwischen übertroffen – und noch immer rekordniedriger Hypothekenzinsen hat sich die Bautätigkeit nur unterdurchschnittlich erholt. Gemessen am Anteil am Bruttoinlandsprodukt, zuletzt 3,8 %, fehlt zum langfristigen Mittelwert auch nach sieben Jahren Erholung noch immer ein voller Prozentpunkt.

Schwergewicht Konsumausgaben

Zwar wird der Konjunkturzyklus in erster Linie von den volatilen Investitionen bestimmt, das Gros des Nachfragewachstums kommt aber rein rechnerisch stets von den Konsumausgaben der privaten Haushalte, die in den USA knapp 70 % am Bruttoinlandsprodukt ausmachen. Vor allem seit 2013 hat sich der Konsum spürbar belebt. Die Wachstumsraten von real 2,5 % bis 3,5 % knüpfen fast an die „gute alte Zeit“ der späten 1990er Jahre an. Allerdings hat sich strukturell seitdem einiges geändert. So spielen Dienstleistungen eine immer größere Rolle, der **Einzelhandel verliert** hingegen **an Bedeutung**. Aktuell ist sein Anteil am Konsum rund fünf Prozentpunkte niedriger als im Jahr 2000. Gleichzeitig legte der **Online-Handel** merklich zu: Wurden zur Jahrtausendwende weniger als 1 % der Einzelhandelsumsätze über das Internet getätigt, ist dieser Anteil bis 2017 auf rund 9 % gestiegen. Dies wird zunehmend zu einem ernsten Problem für den traditionellen Einzelhandel – und hat in den USA eine kontroverse Diskussion über ein **„Mall-Sterben“** und die Insolvenzen großer Einzelhandelsketten („Retail Apocalypse“) ausgelöst. Kann es denn sein, dass Lage und Ausblick bei den Konsumausgaben durchaus positiv sind und Malls trotzdem über steigende Leerstände klagen?

Wegen des seit Jahren soliden Beschäftigungsaufbaus und der nur graduell anziehenden Lohnentwicklung steigen die nominalen Arbeitseinkommen der Haushalte seit einiger Zeit mit jährlichen Raten zwischen 3 % und 5 %. 2015 und 2016 stützte die sehr niedrige Teuerung die Realeinkommen zusätzlich. Dies hat sich durch die weitgehende Normalisierung der Inflation inzwischen geändert. Der private Konsum blieb dennoch auf Kurs, da die Haushalte ihre Sparquote senkten – sie fiel von rund 6 % im Jahr 2015 auf knapp 4 % 2017. Eine vergleichbare Bewegung der Sparquote erwarten wir 2018/2019 nicht. Die Konsumausgaben werden daher eher im Rahmen der (realen) Einkommensentwicklung expandieren. Während sich der Stellenaufbau angesichts der bereits erreichten Vollbeschäftigung weiter graduell abschwächen sollte, ist selbst unter Berücksichtigung einer etwas flacheren Phillips-Kurve ein **höherer Lohnanstieg** wahrscheinlich. Dies dürfte aus-



reichen, um den Zuwachs des realen Konsums auf einem Pfad von rund 2,5 % pro Jahr zu halten. Die Verschuldung der Haushalte bietet auch im neunten Jahr dieser Expansion, trotz immer wieder vorgetragener Schauermärchen über wechselnde Kreditarten (Autos, Studenten, Kreditkarten), bislang keinen Anlass zur Sorge. Insgesamt ist die Entwicklung im Einzelhandel daher wohl mehr mittelfristiger Strukturwandel als plötzliches „Massensterben".

Geld- und Fiskalpolitik stützen

Alles in allem dürfte die US-Wirtschaft 2018 einen Zuwachs von rund 2,5 % verzeichnen, nach gut 2 % im Jahr 2017. Hierbei haben wir eine **gewisse steuerliche Entlastung** unterstellt, auch wenn Timing, Umfang und Ausgestaltung der geplanten Steuerreform unsicher bleiben. Zwar rechnen wir nicht mit einem großen Wurf, der das US-Steuersystem für Haushalte und Unternehmen nachhaltig verbessert. Beide Sektoren dürften aber in einem insgesamt spürbaren Maße entlastet werden. Die konkrete Auswirkung auf die Gesamtnachfrage wird kontrovers diskutiert. Wir sind angesichts der hohen Cash-Bestände vieler Unternehmen und der sich voraussichtlich auf die einkommensstärksten Haushalte konzentrierenden Entlastung eher skeptisch, was den Wachstumsimpuls angeht. Allerdings sollte der Staat etwas mehr ausgeben als in den Vorjahren, so dass die Fiskalpolitik 2018 konjunkturell stützend wirken wird.

Prognoseübersicht	2017s	2018p	2019p
Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vj.	**2,2**	**2,5**	**2,0**
Private Konsumausgaben, % gg. Vj.	2,7	2,6	2,4
Staatsausgaben, % gg. Vj.	0,0	1,6	1,8
Bruttoanlageinvestitionen, % gg. Vj.	4,4	4,3	2,8
Ausrüstungsinvestitionen, % gg. Vj.	4,1	4,9	2,5
Wohnungsbauinvestitionen, % gg. Vj.	1,1	3,7	3,0
Exporte, % gg. Vj.	3,3	4,0	4,1
Importe, % gg. Vj.	3,6	5,3	5,5
Inflationsrate, % gg. Vj.	**2,1**	**2,4**	**2,5**
ohne Energie u. Nahrungsmittel, % gg. Vj.	1,8	2,1	2,5
Arbeitslosenquote, %	**4,3**	**3,9**	**3,9**
Budgetsaldo (Federal)*, % des BIP	**-3,9**	**-5,0**	**-4,7**
Leistungsbilanzsaldo, % des BIP	**-2,5**	**-2,7**	**-2,8**

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

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

> Fed bleibt auf Kurs – Zinserhöhungen gehen weiter.

Vor dem Hintergrund einer expansiveren Fiskalpolitik wird die Fed ihren geldpolitischen Normalisierungsprozess fortsetzen. Das im Herbst 2017 angestoßene passive Abschmelzen der Notenbankbilanz soll dabei quasi „auf Autopilot" laufen, während der Leitzins im Einklang mit den Konjunkturdaten nach oben geschleust wird. Die aktuell gedämpfte Kernteuerung sollte 2018 etwas anziehen, ohne dass dabei ein echtes Inflationsproblem auftritt. Ein geringerer Anstieg der Energiepreise dürfte die Gesamtteuerung dämpfen, die mit knapp 2,5 % trotzdem etwas höher ausfällt als 2017. Dennoch wird der Mix aus Inflation und Wachstumsraten oberhalb des Trends die US-Notenbank zu **weiteren Zinserhöhungen** motivieren. Bis Ende 2018 sehen wir den Zielkorridor für den Leitzins auf 2,00 % bis 2,25 % steigen. Der kurzfristige Realzins, also abzüglich der Teuerungsrate, wäre dann noch immer nahe Null. Die Geldpolitik würde der US-Wirtschaft weniger Schub geben als heute, aber von einer restriktiven Position bleibt die Fed in diesem Szenario auch 2018 weit entfernt.

Patrick Franke

Japan

Wachstum ohne Konsumboom

Die drittgrößte Volkswirtschaft der Welt setzt ihre moderate Erholung fort. Damit erreicht Japan den längsten Aufschwung seit Anfang der 1980er Jahre.

Generell unterliegt das japanische Bruttoinlandsprodukt **markanten Revisionen** und einer starken unterjährigen Volatilität. So führte eine grundlegende Datenrevision Ende 2016 zu deutlich höheren Wachstumsraten für die letzten Jahre, die eine spürbar bessere Ausgangslage aufzeigen. Das Wirtschaftswachstum beschleunigt sich entsprechend 2017 auf 1,6 % gegenüber Vorjahr. Dies ist vor allem auf die lebhafte Exportnachfrage zurückzuführen und wird von fiskalischen Stimulierungsmaßnahmen flankiert.

Die gesamtwirtschaftliche Expansion dürfte 2018 mit rund 1 % auf die Rate der Jahre 2015/2016 zurückkehren. Die Binnenwirtschaft leistet einen positiven Wachstumsbeitrag, der aber unter dem der Exporte von Gütern und Dienstleistungen liegen dürfte. Sowohl die Unternehmen bei ihren Investitionen als auch die Konsumenten bei ihren Ausgaben legen eine gewisse Zurückhaltung an den Tag, die nicht ganz zu den **positiven Stimmungsindikatoren** passen will. Das Geschäftsklima erklimmt immer neue Höhen. So erreicht der Tankan-Index für Japans große Industrieunternehmen Werte wie zuletzt vor zehn Jahren. Die Bruttoanlageinvestitionen verzeichnen allerdings keinen derartigen Höhenflug, sondern wachsen nur moderat. Die hohen Unternehmenserlöse scheinen sich vorwiegend in besseren Margen niederzuschlagen, während die Lohnentwicklung ungeachtet des engen Arbeitsmarktes weiterhin verhalten ist.

Gemäßigte Entwicklung des privaten Verbrauchs

Trotz des guten Konsumklimas dürfte der private Verbrauch in Japan 2018 leicht unterdurchschnittlich wachsen. Mit einem Anteil von rund 60 % stellt er mit Abstand die wichtigste Komponente des Sozialprodukts dar. Zwar liegt die Arbeitslosenquote nach jahrelangem Rückgang mit weniger als 3 % auf einem im internationalen Vergleich sehr niedrigen Niveau. Maßgeblich für die Konsumentwicklung ist jedoch die **Struktur des japanischen Arbeitsmarktes**. Fast 40 % der Erwerbstätigen in Japan stehen in einem nicht-regulären Beschäftigungsverhältnis und erhalten eine niedrigere Entlohnung als reguläre Arbeitskräfte. Entsprechend gering fallen die Lohnsteigerungen aus – seit Jahresbeginn 2017 um nominal 0,3 % gegenüber Vorjahr.

Nur die niedrige Inflation verhindert einen spürbaren Rückgang der Reallöhne und damit einen noch negativeren Effekt auf den privaten Konsum. Der Verbraucherpreisanstieg bleibt 2018 mit voraussichtlich 0,6 % gedämpft. Das Ziel der Bank of Japan einer Inflationsrate von 2 % liegt damit in weiter Ferne, so dass die Notenbank im kommenden Jahr – im Gegensatz zur Geldpolitik anderer Länder – unverändert ihren extrem expansiven Kurs fortsetzen wird.

Prognose	2017s	2018p	2019p
BIP, real % gg. Vj.	1,6	1,2	1,0
Inflationsrate, % gg. Vj.	0,4	0,6	1,0
Arbeitslosenquote, %	2,8	2,5	2,3

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research



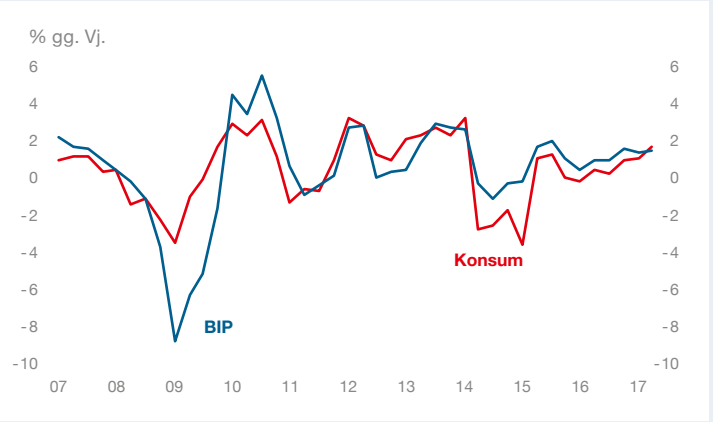
Die weiter schrumpfende Bevölkerung begrenzt das japanische Wirtschaftswachstum.

Um die Binnenkräfte nachhaltig zu stärken und auf diese Weise die gesamtwirtschaftliche Expansion zu festigen, bedarf es struktureller Veränderungen am Arbeitsmarkt. Die Wachstumsmöglichkeiten Japans sind durch die demografische Entwicklung begrenzt, da die Bevölkerung gerade in der erwerbstätigen Altersgruppe schrumpft.

Daneben hat die drittgrößte Volkswirtschaft mit einer überbordenden Staatsverschuldung zu kämpfen, woran sich in absehbarer Zeit nicht viel ändern dürfte. Die Mehreinnahmen aus der avisierten **Mehrwertsteueranhebung** sollen nur partiell dem Abbau der Staatsschuld dienen. Zielrichtung sind gerade auch höhere Ausgaben für Soziales und Bildung sowie ein Investitionsprogramm zur Steigerung der Produktivität. Die Anhebung der Konsumsteuer von 8 % auf 10 % wurde aus konjunkturellen Gründen schon zweimal verschoben und ist nun für Oktober 2019 geplant. Der davon ausgehende Bremseffekt könnte aber durch einen Wachstumsschub im Zuge der Vorbereitungen auf die Olympischen Spiele in Tokyo im Jahr 2020 aufgefangen werden.

Ulrike Bischoff

Japan: Binnenwirtschaft mit positivem Wachstumsbeitrag



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Die Partei hat immer Recht



Der Kongress der Kommunistischen Partei Chinas stellte Präsident Xi im Herbst 2017 auf eine Stufe mit dem Großen Vorsitzenden Mao und verewigte ihn namentlich in der Parteiverfassung. Dass Mao dort noch immer als strahlender Held dasteht, trotz der von seiner Politik ausgelösten Hungersnöte, lässt erwarten, dass auch **Xis Position als Lichtgestalt** kaum durch schnöde politische Fehler in Frage gestellt werden kann.

Dabei fällt eine Periode in Xis erste Amtszeit, in der die Kommunistische Partei teilweise alles andere als gut aussah. In den vergangenen Jahren waren Regierung und Partei manchmal sogar ungewohnt harter Kritik ausgesetzt: Der unglückliche Umgang mit der Korrektur am Aktienmarkt 2015 stellte erstmalig in der jüngeren Vergangenheit ihre **wirtschaftspolitische Kompetenz** ernsthaft **in Frage**. Eine eigentlich als Liberalisierungsschritt geplante Änderung des Wechselkursregimes löste 2016 an den Finanzmärkten Ängste über einen bevorstehenden Abwertungswettlauf aus. Es folgte eine Art „Kapitalflucht“ aus China, die die Regierung erst Anfang 2017 unter Kontrolle bekam.

2017: Annus mirabilis?

Dagegen war 2017 ein gutes Jahre für die KP. Politisch profitierte China vom Amtswechsel in Washington. In strittigen Souveränitätsfragen (Inseln im Süd- und Ostchinesischen Meer) hat sich dort zur Position unter Barack Obama nicht viel geändert. Allerdings hat die Regierung Trump auf anderen Politikfeldern unilateral auf eine globale Führungsrolle verzichtet – eine Lücke, in die man in China nur zu gerne springt. Am deutlichsten kam dies in der Absage der USA an die transpazifische Freihandelszone TPP zum Ausdruck – einen Vertrag, den die Amerikaner vorher selbst als Konkurrenz zur chinesisch dominierten RCEP vorangetrieben hatten. Präsident Xi konnte sich so als **verantwortungsvoller Verfechter der Globalisierung und des Freihandels** in Szene setzen. Chinas Rolle als führende Wirtschaftsmacht Asiens wurde gestärkt.

Auch konjunkturell hat sich die Lage verbessert. Vor Jahresfrist hatten wir die damals bereits angelaufene Erholung der chinesischen Konjunktur unterschätzt. Ja, sie war nicht zuletzt durch einen massiven Stimulus seitens der Finanzpolitik und eine von der Regierung angestoßene **verstärkte Kreditvergabe** bedingt. Aber teilweise spiegelt sie wohl auch ein global zu beobachtendes Anziehen des Industriezyklus wider. Laut den offiziellen Zahlen kann China 2017 das Wachstumstempo von 6,8 % halten, das auch schon in den beiden Vorjahren verzeichnet wurde. Damit wird das Wachstumsziel von 6,5 % komfortabel übertroffen.

An den zahlreichen Problemen ändert all dies freilich nichts: Demografisch ist die chinesische Erwerbsbevölkerung dank der Ein-Kind-Politik bereits auf dem absteigenden Ast, deutlich früher im Entwicklungsstadium als bei den heutigen Industrienationen. Die **Verschuldung**, insbesondere der Staatsunternehmen, hat drastisch zugenommen. Der Immobilienmarkt ist unverändert ein **potenzielles Stabilitätsrisiko**. Der Boom im Wohnungsbau ist schon lange vorbei. Bei den Preisen hat die Dynamik in den vergangenen Monaten deutlich

nachgelassen – ähnlich wie in früheren Korrekturphasen. Mangels Anlagealternativen und eines umfassenden Rentensystems bleibt der Wohnungskauf für viele Haushalte der präferierte Weg der Altersvorsorge. Das Dauerproblem der industriellen Überkapazitäten („Zombie-Firmen“) wurde zwar angegangen, aber es ist offen, mit welcher Konsequenz die Regierung hier weiter vorgehen wird.

Prognose	2017s	2018p	2019p
BIP, real % gg. Vj.	6,8	6,5	6,3
Inflationsrate, % gg. Vj.	1,5	2,0	2,2
Arbeitslosenquote, %	4,1	4,0	4,0

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Im Zweifelsfall: Für die Stabilität

Insgesamt wird die chinesische Regierung 2018 wohl bei ihrem Kurs bleiben und sich im Zweifelsfall stets gegen mit Risiko behaftete Reformen und für die Stabilität entscheiden. Vieles von dem, was in den vergangenen Jahren als Reformfortschritt verkauft wurde, war bei näherem Hinsehen weitgehend kosmetisch oder blieb letztlich hinter den Erwartungen zurück, trotz aller verbalen Bekenntnisse zur „Marktwirtschaft“. Dies gilt für die Liberalisierung des Wechselkurses und der Kapitalbilanz, den Aufbau eines sozialen Netzes ebenso wie für die unverändert zentrale Rolle der Staatsunternehmen.

Der Umbau der Wirtschaft – zu mehr Dienstleistungen statt Industrie und mehr Konsum statt Investitionen – dauert an. Allerdings sind die Wachstumsbeiträge des Konsums in den vergangenen Jahren nicht gestiegen. Der Wachstumsmix hat sich vor allem deshalb verschoben, weil die Investitionen nicht mehr so stark wie früher zulegen.

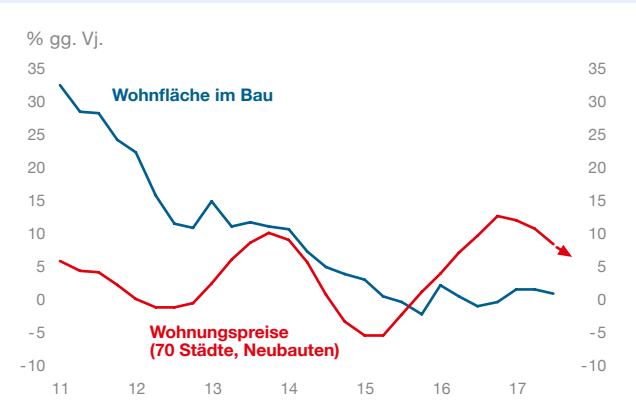
> Auf kurze Sicht läuft es in China – um den Preis zunehmender mittelfristiger Risiken.

Wir bleiben daher bei unserer Einschätzung, dass China auf **mittlere Sicht ein Trendwachstum von rund 5 %** pro Jahr ansteuert. Wegen der nur zögerlichen Reformfortschritte wird dies eher früher als später erreicht. Sie machen zudem den von vielen Beobachtern seit Jahren befürchteten „China-Crash“ tendenziell wahrscheinlicher und seine potenziellen Auswirkungen kritischer.

Die Bemühungen der Regierung, kurzfristig die Nachfrage zu stimulieren, koste es, was es wolle, erhöhen mittelfristig die Stabilitätsrisiken. Für **2018** rechnen wir mit einem Wachstum von **6,5 %,** denn die Regierung wird wohl konjunkturpolitisch graduell den Fuß vom Gas nehmen.

Patrick Franke

Bauboom vorbei, Preisanstieg flaut ab



Quellen: Macrobond, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research



Brasilien

Konsumgetriebenes Wachstum

Die Signale für eine wirtschaftliche Besserung in der größten südamerikanischen Volkswirtschaft haben zugenommen. Das Geschäftsklima hat sich deutlich aufgehellt und die Industrieproduktion stabilisierte sich auf niedrigem Niveau. Das reale Bruttoinlandsprodukt konnte im ersten Halbjahr 2017 endlich wieder zulegen. Die lange und tiefe **Rezession** der brasilianischen Wirtschaft ist damit **beendet**. Nun gilt es, den kräftigen Rückgang der wirtschaftlichen Leistung aufzuholen – immerhin lag das BIP zuletzt noch fast 7 % unter dem Stand von Ende 2014.

Maßgeblichen Anteil an der konjunkturellen Verbesserung hat der private Konsum, der für 64 % des Sozialprodukts steht. Die Verbraucher sind wieder optimistischer und die Einzelhandelsumsätze liegen erstmals seit 2014 deutlich über dem Vorjahresniveau. Am Arbeitsmarkt liegt dies kaum, denn die in den letzten Jahren kräftig gestiegene Arbeitslosenquote wird sich 2018 nur langsam auf jahresdurchschnittlich 12 % zurückbilden. Positiv dürfte aber der **drastische Rückgang der Inflation** wirken, die Anfang 2016 noch im zweistelligen Bereich lag, im Herbst 2017 jedoch unter 2 % gefallen ist. Dies sorgt für spürbar steigende Realeinkommen. Die Entspannung bei der Preisentwicklung hat es der Notenbank mit ihrem Inflationsziel von 4,5 % ermöglicht, den Leitzins von über 14 % auf zuletzt nur noch 7,5 % zu senken. Weitere Zinsschritte sind möglich und dürften nicht nur den privaten Konsum stimulieren, sondern lassen für 2018 insbesondere auf eine Belebung der Investitionen hoffen.

Prognose	2017s	2018p	2019p
BIP, real % gg. Vj.	0,7	2,0	2,3
Inflationsrate, % gg. Vj.	3,0	3,5	4,2
Arbeitslosenquote, %	12,5	11,9	10,5

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Strukturelle Probleme und Politik als Hypothek

Die konjunkturelle Erholung in Brasilien wird allerdings im kommenden Jahr mit einem Wirtschaftswachstum von rund 2 % moderat ausfallen – zu sehr lasten **strukturelle Probleme** wie mangelnde Reformen, hohe politische Unsicherheit und die Korruption auf dem Land. Auch der marktwirtschaftlich orientierte Präsident Michel Temer, der erst vor einem Jahr angetreten ist, wird von **Korruptionsvorwürfen** belastet – dies hat seit Mai die Verbraucherstimmung eingetrübt. Allerdings bleibt ihm wohl das Schicksal seiner Vorgängerin erspart, da das Parlament vermutlich keinen Prozess wegen der Annahme von Bestechungsgeldern einleitet.

Der Präsident will den Reformprozess vorantreiben, was wegen der schwierigen öffentlichen Haushaltslage dringend geboten ist. Für einen deutlichen Abbau des hohen Budgetdefizits von rund 8 % des BIP im zurückliegenden Jahr wäre vor allem die Reform des teuren Rentensystems durch die Einführung eines festen Rentenalters sowie einer Mindestbeitragsdauer erforderlich. Ob diese unpopulären Maßnahmen noch vor der Wahl im Oktober 2018 durchgesetzt werden können, ist jedoch fraglich. **Wichtige Ansatzpunkte** zur Ankurbelung der Wirtschaft wären darüber hinaus die Bekämpfung der Korruption, die Verbesserung von Infrastruktur und Bildungssystem sowie der Abbau von Handelshemmnissen.

Dr. Stefan Mitropoulos

6 PROGNOSETABELLEN IM HAUPTSZENARIO



Kapitalmarktprognosen im Detail

	Veränderung seit Jahresultimo	aktueller Stand*	Prognose Ende … Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018
	in Basispunkten	Zinssatz in %				
EZB Einlagenzins	0	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
EZB Refinanzierungssatz	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tagesgeldsatz Eonia	-3	-0,36	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35
3M Euribor	-1	-0,33	-0,30	-0,30	-0,30	-0,25
6M Euribor	-6	-0,28	-0,25	-0,25	-0,25	-0,20
12M Euribor	-11	-0,19	-0,20	-0,20	-0,15	-0,10
2j. Bundesanleihen	2	-0,75	-0,70	-0,60	-0,60	-0,50
5j. Bundesanleihen	18	-0,35	-0,30	-0,20	-0,20	0,00
10j. Bundesanleihen	17	0,38	0,70	0,80	0,80	1,00
2j. Swapsatz	-4	-0,20	-0,20	-0,10	-0,10	0,00
5j. Swapsatz	12	0,20	0,25	0,35	0,35	0,50
10j. Swapsatz	18	0,84	1,10	1,15	1,15	1,30
30j. Swapsatz	32	1,56	1,70	1,75	1,75	1,85
Federal Funds Rate**	50	1,13	1,63	1,88	1,88	2,13
3M USD Libor	41	1,41	1,90	2,15	2,15	2,40
10j. US-Treasuries	-10	2,34	2,60	2,80	2,80	3,00
	in Landeswährung, %	Indexstand				
DAX	14,8	13.183	12.800	12.500	11.500	12.300
EURO STOXX 50	9,8	3.613	3.500	3.450	3.200	3.400
Dow Jones	18,7	23.462	23.000	22.500	21.000	22.000
S&P 500	15,4	2.585	2.530	2.450	2.300	2.400
Nikkei 225	19,6	22.869	22.000	21.500	20.000	21.000
	in %	Preis in $				
Brentöl $/bbl	12,5	64	60	62	59	60
Gold $/oz	10,9	1.284	1.360	1.370	1.400	1.420

* 09.11.2017 ** Mittelwert des Zielbandes Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Devisenprognosen im Detail

	Veränderung seit 31.12.2016	aktueller Stand*	Prognose Ende …			
			Q1/2018	Q2/2018	Q3/2018	Q4/2018
gg. Euro	**gg. Euro, in %**	**Kurs**				
US-Dollar	-9,7	1,16	1,10	1,15	1,15	1,20
Japanischer Yen	-6,9	132	127	125	125	128
Britisches Pfund	-3,6	0,89	0,85	0,90	0,90	0,85
Schweizer Franken	-7,3	1,16	1,12	1,15	1,17	1,15
Kanadischer Dollar	-4,3	1,48	1,44	1,50	1,47	1,51
Australischer Dollar	-3,7	1,52	1,47	1,49	1,47	1,50
Schwedische Krone	-1,8	9,75	9,50	9,40	9,20	9,00
Norwegische Krone	-4,0	9,47	9,10	9,00	8,90	8,80
Chinesischer Yuan	-5,0	7,72	7,48	7,88	7,88	8,16
gg. US-Dollar	**gg. USD, in %**	**Kurs**				
Japanischer Yen	3,1	113	115	109	109	107
Schweizer Franken	2,5	0,99	1,02	1,00	1,02	0,96
Kanadischer Dollar	6,0	1,27	1,31	1,30	1,28	1,26
Schwedische Krone	8,7	8,38	8,64	8,17	8,00	7,50
Norwegische Krone	6,2	8,13	8,27	7,83	7,74	7,33
Chinesischer Yuan	4,6	6,64	6,80	6,85	6,85	6,80
US-Dollar gg. …	**gg. USD, in %**	**Kurs**				
Britisches Pfund	6,5	1,31	1,29	1,28	1,28	1,41
Australischer Dollar	6,5	0,77	0,75	0,77	0,78	0,80

* 09.11.2017

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bruttoinlandsprodukt, Inflation, Budgetsaldo

	Bruttoinlandsprodukt reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Inflation Veränderung gg. Vorjahr, %				Budgetsaldo % des BIP			
	2016	2017s	2018p	2019p	2016	2017s	2018p	2019p	2016	2017s	2018p	2019p
Euroland	**1,8**	**2,3**	**2,0**	**1,7**	**0,2**	**1,5**	**1,6**	**1,7**	**-1,5**	**-1,2**	**-1,0**	**-0,9**
Deutschland	1,9	2,5	2,0	1,7	0,5	1,7	1,8	2,0	0,8	0,8	0,7	0,6
Frankreich	1,1	1,8	1,8	1,6	0,3	1,2	1,4	1,6	-3,4	-3,0	-2,8	-2,7
Italien	1,1	1,6	1,5	1,3	-0,1	1,4	1,3	1,4	-2,5	-2,3	-2,1	-2,1
Spanien	3,3	3,1	2,8	2,2	-0,3	2,0	1,6	1,7	-4,5	-3,3	-2,4	-1,7
Niederlande	2,1	3,3	2,3	2,1	0,1	1,3	1,5	1,7	0,4	0,6	0,5	0,7
Österreich	1,5	2,8	2,2	2,0	0,9	2,2	2,2	2,1	-1,6	-1,2	-1,1	-1,0
Griechenland	-0,2	1,2	2,0	2,0	0,0	1,2	1,0	1,5	0,5	-1,2	-0,5	-0,8
Portugal	1,5	2,4	2,0	1,8	0,6	1,5	1,4	1,5	-2,0	-1,5	-1,4	-1,4
Irland	5,1	4,0	3,5	3,0	-0,2	0,3	1,2	1,5	-0,6	-0,3	-0,2	0,0
Großbritannien	**1,8**	**1,5**	**1,0**	**1,4**	**0,6**	**2,7**	**2,4**	**2,0**	**-2,9**	**-2,5**	**-2,5**	**-2,5**
Schweiz	**1,4**	**0,7**	**1,5**	**1,3**	**-0,4**	**0,5**	**0,7**	**1,2**	**0,1**	**-0,1**	**-0,1**	**0,0**
Schweden	**3,3**	**3,1**	**2,5**	**2,4**	**1,0**	**1,7**	**1,8**	**1,8**	**0,9**	**0,8**	**0,7**	**0,6**
Norwegen	**1,1**	**1,9**	**2,2**	**2,0**	**3,6**	**2,2**	**2,2**	**2,0**	**3,0**	**4,2**	**3,8**	**3,6**
Polen	**2,9**	**4,1**	**3,5**	**3,3**	**-0,6**	**1,9**	**2,4**	**2,3**	**-2,5**	**-2,0**	**-2,2**	**-2,3**
Ungarn	**2,2**	**3,7**	**3,3**	**2,5**	**0,4**	**2,4**	**3,0**	**2,7**	**-1,9**	**-2,3**	**-2,5**	**-2,3**
Tschechien	**2,6**	**4,5**	**3,0**	**2,8**	**0,7**	**2,5**	**2,3**	**2,2**	**0,7**	**1,0**	**0,7**	**0,5**
Russland	**-0,2**	**1,9**	**1,8**	**1,7**	**7,0**	**3,8**	**4,0**	**4,7**	**-3,4**	**-2,1**	**-1,3**	**-1,1**
USA	**1,5**	**2,2**	**2,5**	**2,0**	**1,3**	**2,1**	**2,4**	**2,5**	**-3,9**	**-3,9**	**-5,0**	**-4,7**
Japan	**1,0**	**1,6**	**1,2**	**1,0**	**-0,1**	**0,4**	**0,6**	**1,0**	**-4,6**	**-4,5**	**-5,0**	**-5,3**
Asien ohne Japan	**5,4**	**5,3**	**5,0**	**5,2**	**2,7**	**2,4**	**2,6**	**3,0**	**-3,0**	**-3,1**	**-3,5**	**-3,4**
China	6,7	6,8	6,5	6,3	2,1	1,5	2,0	2,2	-3,7	-4,0	-4,5	-4,5
Indien	7,1	6,7	7,2	7,5	4,9	3,3	4,4	4,8	-3,5	-3,2	-3,2	-3,0
Lateinamerika	**-0,7**	**1,2**	**2,0**	**2,2**	**19,5**	**19,0**	**19,5**	**17,0**	**-4,9**	**-4,2**	**-3,0**	**-2,0**
Brasilien	-3,6	0,7	2,0	2,3	8,7	3,0	3,5	4,2	-6,4	-8,0	-7,0	-5,7
Welt	**2,9**	**3,4**	**3,4**	**3,3**	**3,6**	**3,9**	**4,1**	**4,0**	**–**	**–**	**–**	**–**

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

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

7 NIEDERLASSUNGS-VERZEICHNIS





Adressen der Helaba

Hauptsitze

Frankfurt am Main
MAIN TOWER
Neue Mainzer Straße 52–58
60311 Frankfurt am Main
Telefon +49 69/91 32-01
Telefax +49 69/29 15 17

Erfurt
Bonifaciusstraße 16
99084 Erfurt
Telefon +49 3 61/2 17-71 00
Telefax +49 3 61/2 17-71 01

Bausparkasse

Landesbausparkasse Hessen-Thüringen

Offenbach
Strahlenbergerstraße 13
63067 Offenbach
Telefon +49 69/91 32-02
Telefax +49 69/91 32-29 90

Erfurt
Bonifaciusstraße 19
99084 Erfurt
Telefon +49 3 61/2 17-70 07
Telefax +49 3 61/2 17-70 90

Förderbank

Wirtschafts- und Infrastrukturbank Hessen
Strahlenbergerstraße 11
63067 Offenbach
Telefon +49 69/91 32-03
Telefax +49 69/91 32-46 36

Niederlassungen

Düsseldorf
Uerdinger Straße 88
40474 Düsseldorf
Telefon +49 2 11/3 01 74-0
Telefax +49 2 11/3 01 74-92 99

Kassel
Ständeplatz 17
34117 Kassel
Telefon +49 5 61/7 06-60
Telefax +49 5 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 +46/86 11 01 16

Vertriebsbüros

Düsseldorf
Uerdinger Straße 88
40474 Düsseldorf
Telefon +49 2 11/3 01 74-0
Telefax +49 2 11/3 01 74-92 99

Berlin
Joachimsthaler Straße 12
10719 Berlin
Telefon +49 30/2 06 18 79-13 52
Telefax +49 30/2 06 18 79-13 45

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

Münster
Regina-Protmann-Straße 16
48159 Münster
Telefon +49 2 51/92 77 63-36 48
Telefax +49 2 51/92 77 63-36 72

Stuttgart
Kronprinzstraße 11
70173 Stuttgart
Telefon +49 7 11/28 04 04-0
Telefax +49 7 11/28 04 04-20

Immobilienbüros

Berlin
Joachimsthaler Straße 12
10719 Berlin
Telefon +49 30/2 06 18 79-13 14
Telefax +49 30/2 06 18 79-13 69

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

Auswahl der Tochtergesellschaften

Frankfurter Sparkasse
Neue Mainzer Straße 47–53
60311 Frankfurt am Main
Telefon +49 69/26 41-0
Telefax +49 69/26 41-29 00

1822direkt Gesellschaft der Frankfurter Sparkasse mbH
Borsigallee 19
60388 Frankfurt am Main
info@1822direkt.com
Telefon +49 69/9 41 70-0
Telefax +49 69/9 41 70-71 99

Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG
JUNGHOF
Junghofstraße 26
60311 Frankfurt am Main
Telefon +49 69/1 56 86-0
Telefax +49 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 +49 69/2 99 70-0
Telefax +49 69/2 99 70-6 30

GWH
Wohnungsgesellschaft mbH
Hessen
Westerbachstraße 33
60489 Frankfurt am Main
Telefon +49 69/9 75 51-0
Telefax +49 69/9 75 51-1 50

OFB
Projektentwicklung GmbH
Speicherstraße 55
60327 Frankfurt am Main
Telefon +49 69/9 17 32-01
Telefax +49 69/9 17 32-7 07

GGM
Gesellschaft für Gebäude-Management mbH
Junghofstraße 26
60311 Frankfurt am Main
Telefon +49 69/77 01 97-0
Telefax +49 69/77 01 97-77


SATURN
SATURN
Ticketshop
4.OG



„DIE NEUE STADT

WIRD DURCH DEN GEBAUT,

DER SIE ZU ERTRÄUMEN WAGT.“

DANILO DOLCI (1924 – 1997)

Herausgeber

Helaba
Landesbank Hessen-Thüringen
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: +49 69 / 91 32-01

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

Konzeption und Gestaltung

La Mina GmbH, Darmstadt

Druck

Druckerei Braun & Sohn, Maintal

Fotonachweis

Fotolia:	S. 22, © Michael Schütze
Getty Images:	S. 51–54, © SG Hirst / Creativ
iStock:	S. 8, vladimir_n; S. 10, Instants; S. 18, wikoski; S. 20, darrya; S. 28, hayatikayhan; S. 35, Matthew71; S. 36, zhudifeng; S. 42–43, vladimir_n; S. 55–56, hohl; S. 59–60, stellalevi; S. 61–62, SolStock; S. 63, MartinPBGV; S. 64, GoodLifeStudio; S. 66–67, track5, S. 68–70, dvoevnore; S. 71–74, tupungato; S. 75, kotomiti; S. 76–78, 97; S. 79–80, Spiderplay; S. 81–82, zhz_akey; S. 84–87, tomazl
MyZeil:	S. 92–93, Operation Desk MyZeil
Masterfile:	S. 25, BlendImages
Plainpicture:	S. 8, S. 38, Clair Dorn
Shutterstock:	Titel, hxdbzxy; S. 9, S. 14, S. 15, hxdbzxy; S. 31, Ravil Sayfullin; S. 57–58, Beto Chagas; S. 65, littlenySTOCK; S. 83, Farizun Amrod Saad; Umschlag, Halfpoint
Unsplash:	S. 7, @scottwebb; S. 46–47, @rocardogomezangel; S. 48, @scottwebb; S. 88–89, @lanceanderson





Besuchen Sie unsere Website **maerkteundtrends.helaba.de** und entdecken Sie dort zusätzliche Inhalte, Videos und unseren Podcast.

Helaba
Landesbank Hessen-Thüringen

MAIN TOWER
Neue Mainzer Straße 52–58
60311 Frankfurt am Main
Telefon +49 69/91 32-01

Bonifaciusstraße 16
99084 Erfurt
Telefon +49 3 61/2 17-71 00

www.helaba.de