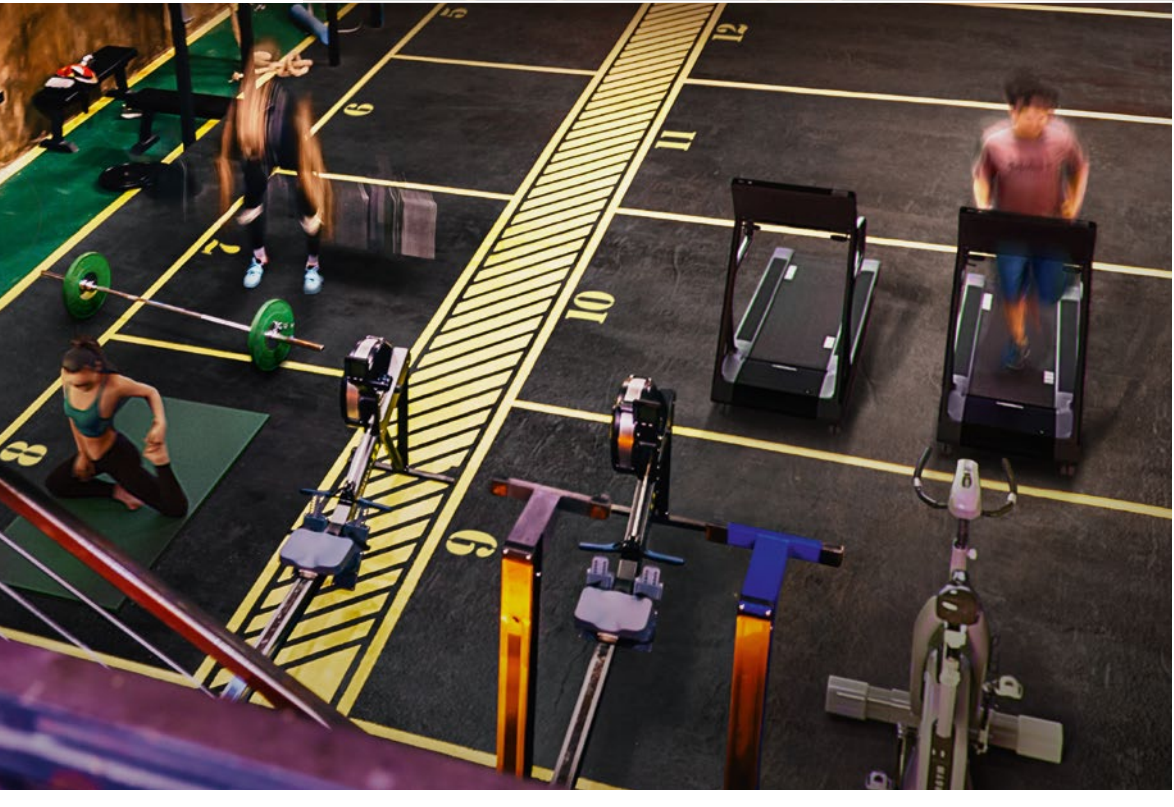


Helaba

Märkte und Trends 2019

Weltwirtschaft im Fitnessstudio

Volkswirtschaft / Research, Dezember 2018



Werte, die bewegen.



Weltwirtschaft im Fitnessstudio

Volkswirtschaft / Research
Dezember 2018

Helaba



Dr. Gertrud R. Traud

Chefsvolkswirtin/
Bereichsleitung Research

Editorial

2019 wird ein anstrengendes Jahr. Fitness ist somit wichtig. Nur mit einer gewissen Leistungsfähigkeit können die Herausforderungen bewältigt werden. Deshalb schicken wir die Weltwirtschaft ins Fitnessstudio.

> *Sport kann eine wichtige Rolle für die Verbesserung des Lebens jedes Einzelnen spielen, ja nicht nur des Einzelnen, sondern von ganzen Gesellschaften.*
>
> Kofi Annan

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

ich gehöre zur Generation der Babyboomer. Gemessen an der Personenzahl sind wir die stärkste Bevölkerungskohorte – zumindest in den Industrieländern. Wir fühlen uns jung und wollen mit dem Begriff Senioren nichts zu tun haben. Allzu gerne folgen wir der Parole „50 ist das neue 40“. Manche ziehen davon sogar noch ein Jahrzehnt ab. Aber wie fit sind wir tatsächlich?

Die Fitness des Einzelnen entsteht aus dem Zusammenspiel mehrerer Trainingsziele. Nur Gewichte zu stemmen reicht nicht aus. Vielmehr bedarf es der Ausgewogenheit zwischen den **fünf Faktoren**: Ausdauer, Kraft, Schnelligkeit, Koordination und Beweglichkeit. Dies ist gerade für uns „Best Ager“ wichtig, denn laut zahlreicher Studien leben Menschen, die Sport treiben, länger als Stubenhocker.

Die modernen Fitnessstudios haben uns als Zielgruppe entdeckt. Die ursprüngliche **Muckibude** hat sich deshalb zu einem Ort weiterentwickelt, der alle Fitnessaspekte anvisiert. Neben Kardio- und Muskeltraining gibt es dort auch Rücken- und Yogakurse, Faszientraining und Pilates. Wie fit Sie sind, können Sie also selbst leicht testen. Wie fit ist aber die Weltwirtschaft und wie bringen sich die einzelnen Länder in Form?

Hauptszenario: Weltwirtschaft im Fitnessstudio

In unserem diesjährigen Hauptszenario stellt sich die Weltwirtschaft 2019 den Herausforderungen des Fitnessstudios. Gemeinsam ist fast allen Ländern eine eingeschränkte **Beweglichkeit**. Ein Jahrzehnt nach der Finanzkrise ist die Verschuldung in den Industrieländern unverändert hoch. Die Gesamtverschuldung der Entwicklungsländer stieg in den letzten Jahren ebenfalls deutlich. Die Schulden des privaten Sektors sind derzeit fast überall höher als vor der Finanzkrise – Deutschland stellt hier trotz des Immobilienbooms eine Ausnahme dar.

Viele Nationen sind zwar sportlich aktiv, konzentrieren aber ihr Training auf kurzfristige Erfolge. **Schnelligkeit**, also hohe Wachstumsraten sind dort das Maß aller

Dinge. Expansive Fiskalpolitik erhöht dabei das Wachstumstempo. In Kauf genommen wird eine steigende Verschuldung, was die Beweglichkeit einschränkt. Dies scheint bislang das Trainingskonzept von Donald Trump zu sein. Wir empfehlen für die **stärkste** Wirtschaftsnation der Welt eine Anpassung des Trainingsprogramms, denn mehr ist nicht immer besser – manchmal sogar nicht mal gut.

> *Da sich die Trainingserfolge erst mit der Zeit einstellen, der Muskelkater aber unmittelbar auftritt, bedarf es einer gewissen Frustrationstoleranz.*

Koordination und Ausdauer sind für die meisten Länder die größten Herausforderungen. Die Kunst der ersten Kategorie besteht darin, die einzelnen wirtschaftspolitischen Maßnahmen auszutarieren. Noch schwieriger ist die **Ausdauer**, also eine auf Nachhaltigkeit ausgerichtete Politik zu betreiben. Dabei gibt es bedauerlicherweise keine kurzfristigen Erfolge. Vielmehr werden diese häufig erst offensichtlich, wenn längst eine andere Regierung das Sagen hat. Das müssen die Entscheidungsträger lernen auszuhalten.

Neben den hohen Schulden, einer in vielen Ländern restriktiveren Geldpolitik und steigende Zinsen führen derzeit auch noch politische Unsicherheit, ein schwelender Handelskrieg sowie eine konjunkturelle Abschwächung in vielen Ländern zu Ermüdungserscheinungen. In diesem Umfeld ein Training zu beginnen bedarf enormer mentaler Stärke. Bei manchen Ländern empfiehlt sich deshalb ein **Personal Trainer**. Dieser macht dezidierte Vorgaben und sorgt dafür, dass man dranbleibt, auch wenn die Motivation nachlässt oder es wehtut. Vermutlich fühlt sich die EU-Kommission derzeit mit Italien wie solch ein Coach.

Erste Trainingserfolge noch im Laufe des Jahres 2019

Der moderate Ölpreis ist eine Stütze für die Konjunktur in den Abnehmerländern. In Kombination mit einem höheren Euro-Kurs wird gerade die Eurozone besonders davon profitieren. Manche Schwellenländer erhalten ein Trainingsprogramm vom IWF, manche motivieren sich selbst und treiben Reformen voran. Gerade weil einige Länder ins Schwitzen kommen, werden sich bereits im Laufe des Jahres 2019 erste Erfolge einstellen. Die konjunkturelle Dynamik in der



Eurozone und den Schwellenländern wird wieder etwas anziehen. Davon profitieren die jeweiligen **Aktienmärkte** und **Währungen**.

Um seine Fitness zu erhöhen, muss man aber nicht unbedingt ins Fitnessstudio. Die meisten Aktivitäten kann man auch zu Hause, im Park oder auf Feld, Wald und Wiesen durchführen. Die von uns ausgewählten Länder haben sehr **spezielle Fitnessmethoden**. In den USA begeistern sich viele für Wrestling, Russland fokussiert sich mit Schach auf kognitives Training. Die Chinesen setzen mit Tai Chi auf Verlangsamung. In unserer Publikation finden Sie weitere Länder sowie entsprechende sportliche Betätigungen.

Ich wünsche Ihnen viel Erfolg beim Fitnesstraining 2019.

Ihre

Chefvolkswirtin / Bereichsleitung Research

helaba.com/de/research

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

Inhalt

Editorial 4

1 Hauptszenario Fitnessstudio (70 %) 10

Zinsen und Renten
- Etwas Gewicht draufpacken 16

Aktien
- Favoritenwechsel 18

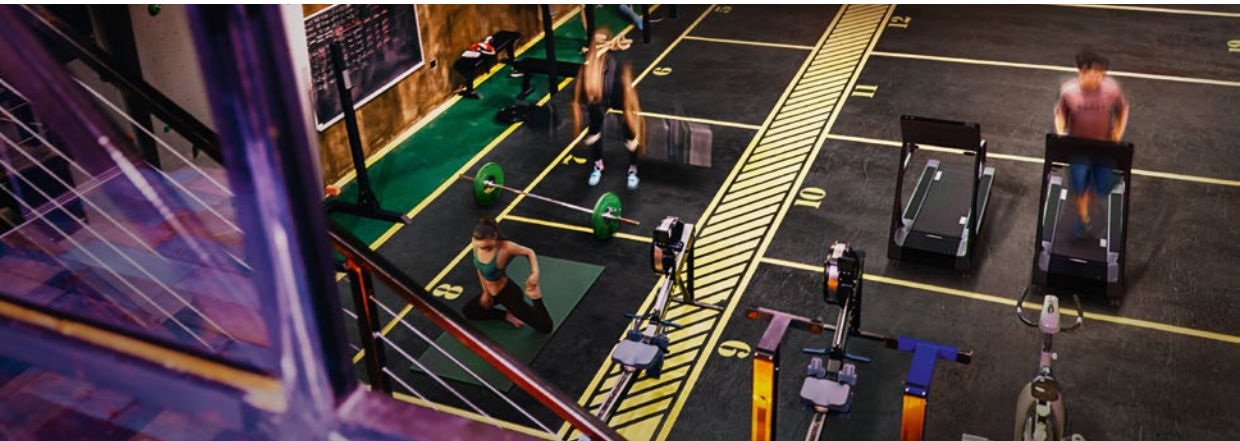
Rohöl und Gold
- Überwiegend in der Balance 21

Immobilien
- Reif, aber nicht altersmüde 22

Devisen
- US-Dollar und Schweizer Franken 23

2 Alternativszenario Notaufnahme (20 %) 24

3 Alternativszenario Wellnessoase (10 %) 26





4 Länder im Hauptszenario 28

Deutschland
- Weiterhin dynamisch 30

Frankreich
- Fitnesstrainer Macron braucht mehr Zeit 31

Italien
- Ein riskanter Ritt 32

Spanien
- Etwas weniger Schwung 33

Schweden
- Riksbank wagt Wende 34

Großbritannien
- Brexit rollt an 35

Russland
- Zu wenig Training für Strukturwandel 36

USA
- Trumps Wirtschaftswunder: Fake News?! 37

China
- Verlangsamung 38

Brasilien
- Alles nur Show? 39

5 Prognosetabellen im Hauptszenario 40

- Impressum 44

Redaktionsschluss: 14. November 2018



1 Fitnessstudio (70 %)



Hauptszenario

Fitnessstudio (70 %)

2019 wird ein anstrengendes Jahr. Fitness ist somit wichtig. Nur mit einer gewissen Leistungsfähigkeit können die Herausforderungen bewältigt werden. Deshalb schicken wir die Weltwirtschaft ins Fitnessstudio.

Gerade weil einige Länder ins Schwitzen kommen, werden sich bereits im Laufe des Jahres 2019 erste Erfolge einstellen: Die konjunkturelle Dynamik in der Eurozone und den Schwellenländern wird wieder etwas anziehen. Davon profitieren die jeweiligen Aktienmärkte und Währungen. Diesem Szenario messen wir eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 70 % bei.

Finanzpolitik als Taktgeber

Konjunkturell bewegen sich die wichtigsten Wirtschaftszonen 2019 in **unterschiedliche Richtungen**: Während die Dynamik in den USA und in China abflauen dürfte, rechnen wir für die Eurozone und Deutschland mit einer im Jahresverlauf anziehenden Konjunktur. In den Schwellenländern erwarten wir eine Stabilisierung der Lage. Global kann das Wirtschaftswachstum das Tempo von 2018 nicht ganz halten.

Die **chinesische** Wirtschaft hat bereits einen Gang zurückgeschaltet und wird 2019 weiter an Schwung verlieren – auch wegen der Handelshemmnisse in den USA.

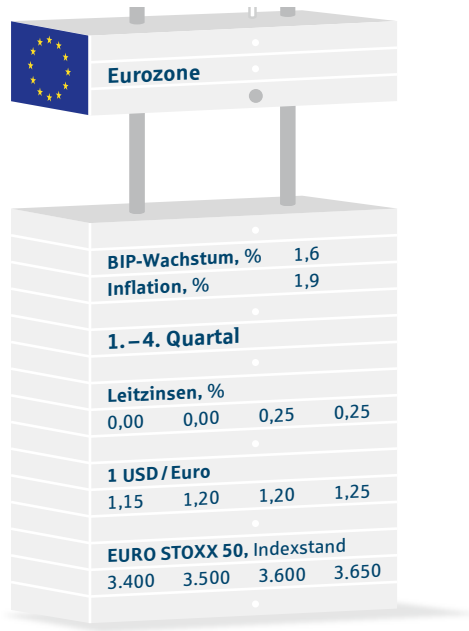
Hingegen boomt die **US-Konjunktur** noch. Dies ist aber in erster Linie dem erheblichen finanzpolitischen Stimulus durch Steuersenkungen und kräftige Ausgabenerhöhungen geschuldet. Da dieser Effekt ausläuft, wird sich auch das Wachstum jenseits des Atlantiks verlangsamen. Bereits 2019 schwächt sich der Rückenwind von der US-Finanzpolitik deutlich ab.

> *New Economic Records being set on a daily basis – and it is not by accident!*
>
> Donald Trump

Im Euroraum und in Deutschland wird die laufende Eintrübung der Stimmungsindikatoren voraussichtlich in Kürze vorbei sein. Die konjunkturelle **Lage hellt sich 2019 auf**. Während in der Eurozone (und in China) der fiskalpolitische Stimulus tendenziell zunehmen wird, lässt er in den USA nach. Die von uns erwarteten erfolgreichen Verhandlungen

Ausgewählte Prognosen für 2019

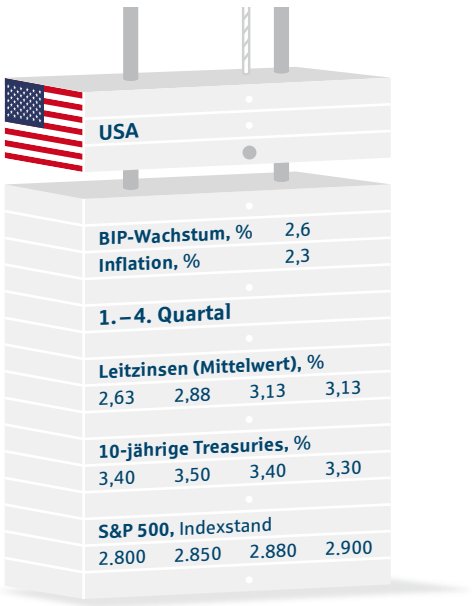




Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

über den Handelsstreit sollten vor allem in der deutschen Automobilindustrie für Erleichterung sorgen.

Auch bei anderen zentralen wirtschaftspolitischen Konflikten sehen wir Schritte in Richtung **Entspannung**, freilich ohne dass grundlegende strukturelle Probleme gelöst bzw. fundamentale Meinungsverschiedenheiten ausgeräumt würden. Die Querelen um den italienischen Haushalt sollten letztlich mit einem für die Regierung und die EU-Kommission gesichtswahrenden Kompromiss enden – keine Seite hat ein Interesse daran, den Streit auf die Spitze zu treiben. Ebenso zeichnet sich beim Brexit eine Verhandlungslösung ab. Das von vielen befürchtete Chaos-Szenario bleibt aus. Aufbruchssignale für eine Erneuerung von EU und Eurozone erwarten wir jedoch 2019 nicht – das Durchwursteln geht weiter, institutionelle Stagnation bleibt die europäische Normalität.



> *Jobs, die es noch nicht gibt, kann man sich schlecht vorstellen.*

Die seit Jahren erwartete Belebung des Produktivitätswachstums in den USA und im Euroraum wird sich vermutlich auch 2019 nicht einstellen. Wir teilen aber nicht den Technologiepessimismus mancher Schwarzmaler – die **Digitalisierung** wird der globalen Wirtschaft über einen längeren Zeitraum **positive Impulse** liefern.

Löhne steigen kräftiger

Während wir von einem nahezu unveränderten Ölpreis ausgehen, sollte die Kernteuerung in der vollausgelasteten US-Wirtschaft weiter anziehen und mit knapp 2,5 % ein neues zyklisches Hoch erreichen. Der **Lohnauftrieb** nimmt langsam, aber sicher zu. Die Strafzölle wirken tendenziell preistreibend. Deutschland und die Eurozone dürften im Jahresschnitt eine Inflationsrate um die 2 % aufweisen. Wie schon in den zentraleuropäischen Staaten steigen auch hier wegen der zunehmend angespannten Arbeitsmärkte die Löhne nun kräftiger.

Fed hört auf, EZB legt los

Die **US-Notenbank** ist schon recht weit auf ihrem geldpolitischen Normalisierungsweg marschiert. Angesichts von Vollbeschäftigung und anziehender Kernteuerung dürfte die Fed den Leitzins 2019 weiter anheben. Im Herbst dürfte sie dann bei einem Zielband von 3 % bis 3,25 % den **Zinserhöhungsprozess** aber **aussetzen** und erst einmal abwarten, wie stark die weniger expansive Fiskal- und Geldpolitik die Konjunktur bremsen.

Die **EZB** hingegen kann dank einer sich beschleunigenden Euro-Konjunktur und Inflationsraten nahe ihrem Ziel mit einer Zinsanhebung den eingeschlagenen Weg aus dem geldpolitischen Krisenmodus fortsetzen. Der Refinanzierungssatz wird voraussichtlich in der zweiten Hälfte 2019 auf 0,25 % und der Einlagenzins auf –0,2 % angehoben.

> *China, the European Union and others have been manipulating their currencies and interest rates lower, while the U.S. is raising rates while the dollars gets stronger and stronger with each passing day – taking away our big competitive edge. As usual, not a level playing field…*
> Donald Trump

Der **US-Dollar** gibt nach. Der zyklische Rückenwind für die US-Währung lässt nach, der US-Renditevorteil gegenüber dem Euro schwindet aufgrund der EZB-Zinswende. Trumps Haushalts- und Handelspolitik erweisen sich per saldo als Belastung für den Greenback. Der Euro-Dollar-Kurs steigt bis auf 1,25.

Finanzmärkte setzen auf Euro-Fitness

Die **Euro-Zinswende,** höhere US-Renditen sowie anziehende Inflationserwartungen dürften die Renditen 10-jähriger Bunds dann auf rund 1 % befördern. Die Rendite von US-Treasuries gleicher Laufzeit steigt ebenfalls, bleibt aber deutlich unter der 4 %-Marke. Die Renditedifferenz zwischen US- und deutschen Staatsanleihen verringert sich, nachdem sie 2018 weit auseinandergelaufen war.

Die Kreditausfälle bei Banken bleiben unter ihrem langjährigen Durchschnitt und die Verschuldungsquoten der Unternehmen niedrig. Die weiterhin robusten Covered Bonds sehen sich einer verminderten Nachfrage der EZB gegenüber. Insgesamt rechnen wir für **Credits** mit einem moderaten Anstieg der Risikoprämien.

Nach dem Ende der quantitativen Lockerung durch die großen Notenbanken wächst die Konkurrenz sowohl zwischen als auch innerhalb der Assetklassen.

Favoritenwechsel bei Aktien

Bei **Aktien** haben US-Titel angesichts der recht hohen Bewertung keine guten Voraussetzungen, um noch nachzulegen. Euro-Aktien sind dagegen moderat bewertet. Im Jahresverlauf 2019 dürften sie wieder konjunkturellen Rückenwind erhalten. Damit ergibt sich für den DAX ein fundamental abgeleitetes Band von 10.500 bis 14.000 Punkten. Gegen Jahresende dürfte er bei 13.200 Punkten notieren.

> *Börse ist, Nerven zu behalten, wo sie andere verlieren.*
> Erhard Blanck

An vielen **Immobilienmärkten** sorgen niedrige Zinsen, das solide Wirtschaftswachstum sowie eine moderate Bautätigkeit für eine anhaltend positive Entwicklung bei Mieten und Kaufpreisen. Allerdings nehmen die in Teilmärkten schon bestehenden Überbewertungen weiter zu.

Gold dürfte im Bereich zwischen 1.200 und 1.400 US-Dolllar/Feinunze schwanken.

Insgesamt entscheidet über den Erfolg der Investmentstrategie nicht nur die Auswahl der Anlageklasse, sondern auch die der Region. Risikoassets dürften 2019 etwas mehr gefragt sein, da die politischen Unsicherheiten abnehmen.

Zinsen und Renten

Etwas Gewicht draufpacken

Eine im Jahresverlauf 2019 wieder anziehende Euro-Konjunktur, sinkende Arbeitslosigkeit, steigende Löhne und normalisierte Inflationsraten ebnen der EZB den Weg aus dem geldpolitischen Krisenmodus. Die Zinswende, höhere US-Renditen und steigende Inflationserwartungen dürften die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen auf rund 1 % anheben.

2018 verzeichneten Bundesanleihen aufgrund des anhaltend niedrigen, teilweise sogar negativen Renditeniveaus eine unterdurchschnittliche Performance. Besonders trostlos fällt die Rechnung auf realer Basis aus. Infolge der auf über 2 % gestiegenen Teuerung sank die inflationsbereinigte Verzinsung deutscher Staatsanleihen auf ein historisches Tief. Diese fehlende Werthaltigkeit nehmen Renten als **Hypothek** ins kommende Jahr mit.

Zinswende im dritten Quartal

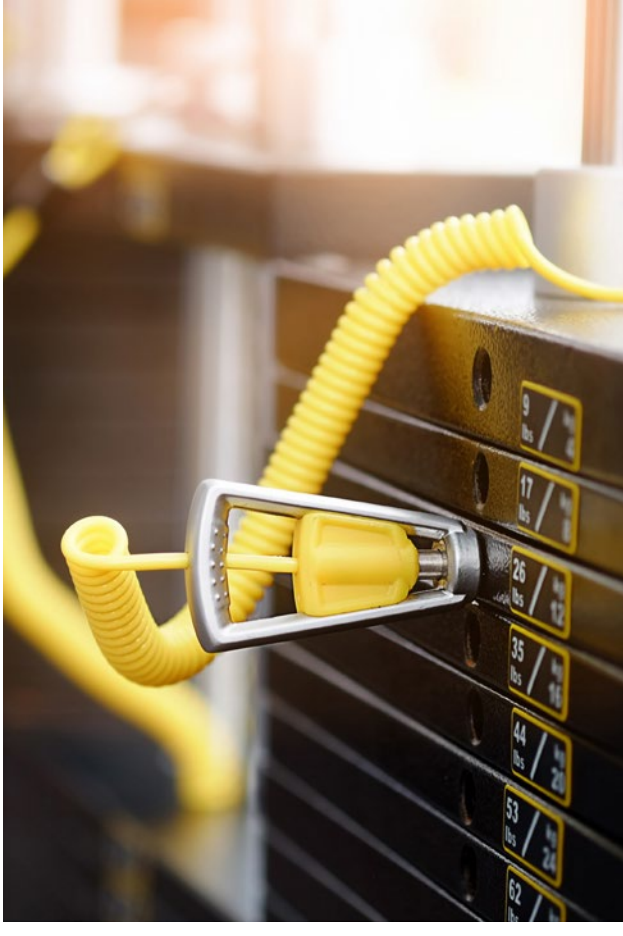
Der entscheidende Anker für Investoren ist die von der EZB für das zweite Halbjahr 2019 angepeilte **Leitzinsanhebung**. Vermutlich wird Mario Draghi noch selbst diese Richtungsänderung verkünden. Es wäre knapp vor Ende seiner Amtszeit, die von einem beispiellosen Lockerungskurs geprägt war. Anderenfalls würde diese aus deutscher Sicht überfällige Entscheidung dem **neuen EZB-Chef** obliegen – wobei noch völlig offen ist, ob ein zu Zinsanhebungen neigender „Falke“ oder eine geldpolitische „Taube“ im November an der EZB-Spitze stehen wird. Die Anleger sind in dieser Frage bislang relativ entspannt. Vermeintliche Sicherheit gibt ihnen die Erfahrung der letzten Jahre, dass die Währungshüter im Zweifelsfall vorsichtig agieren.

Vor dem Hintergrund einiger **Unwägbarkeiten** wie dem Disput um den italienischen Haushalt, dem Risiko eines ungeregelten Brexits oder der Fortsetzung des Handelskonflikts ist die avisierte Zinswende ohnehin von einer gewissen Skepsis der Anleger

begleitet. Unser Hauptszenario – ausgehend von einem sich im Laufe des Jahres 2019 bessernden fundamentalen Umfeld – bietet daher durchaus Überraschungspotenzial für steigende Renditen. Darüber hinaus deuten Kommentare von EZB-Mitgliedern darauf hin, dass die europäische Geldpolitik entschlossener als in den letzten Jahren agieren könnte, sodass es nicht „perfekte" Bedingungen für eine Zinswende braucht.

> *Steigende Renditen in Deutschland wären Ausdruck einer leistungsfähigeren und belastbaren Währungsunion.*

Neben der Zinswende im Euroraum dürften vorerst noch steigende US-Renditen ihre Wirkung entfalten. 10-jährige US-Staatsanleihen haben schließlich die 3 %-Marke geknackt und damit den langfristigen **Abwärtstrend überwunden**. Voraussichtlich drei weitere Leitzinsanhebungen im kommenden Jahr, das Abschmelzen der Fed-Bilanzsumme und eine steigende Staatsverschuldung in den USA sorgen für einen gewissen Aufwärtsdruck. Zwar rückt das Ende des zyklischen Renditeaufwärtstrends in den USA näher. Dies dürfte letztlich den Renditeanstieg auf einem Niveau klar unter 4 % begrenzen.



Belastend für deutsche Rentenpapiere ist jedoch vor allem der mittlerweile **rekordverdächtige Renditeabstand** zu US-Treasuries. Hier hat sich ein erhebliches Aufholpotenzial aufgebaut, insbesondere wenn die **Inflationserwartungen** im Euroraum anziehen. Die Zinskurve von Bundesanleihen dürfte dabei insgesamt steiler werden.

Aktien

Favoritenwechsel

Auch für Bullenmärkte gilt: Es kommt nicht in erster Linie aufs Alter an, sondern auf die Fitness! Weltweit zeigten sich 2018 bei Aktien bereits deutliche Ermüdungserscheinungen. Immer mehr Indizes rutschten in die Verlustzone.

Die weltweit vergleichsweise hohe Bewertung von Dividendentiteln in Verbindung mit einer ausgeprägten Sorglosigkeit hatte Aktien anfällig gemacht. Weniger günstige fundamentale Faktoren wie sich global abschwächende Konjunkturindikatoren und der allmähliche Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik der großen Notenbanken konnten daher ebenso durchschlagen wie immer wieder aufkommende geopolitische Spannungen und Handelsstreitigkeiten.

Ein Teil der Überbewertung wurde inzwischen bereinigt, aber **nicht alle Indizes sind schon wieder fit** für den nächsten Anstieg. Zudem nimmt bei einer künftig spürbar weniger lockeren Geldpolitik die Konkurrenz sowohl zwischen als auch innerhalb der Assetklassen zu.

US-Titel mit Gewichtsproblemen

Noch bis Anfang Oktober markierten die **US-Leitindizes** trotz hoher Bewertungen ein Rekordhoch nach dem anderen. Deregulierungsfantasie und „America First" weckten überzogene Erwartungen. Die Schattenseiten der US-Wirtschaftspolitik wurden dagegen lange von den Marktteilnehmern ignoriert.

Mit den Kurskorrekturen bei US-Aktien hat sich die akute Überhitzung abgebaut. Trotz einer sich abzeichnenden zyklischen Verlangsamung wird die US-Wirtschaft weiterhin leicht über Potenzial wachsen. Dies spricht zumindest für durchschnittliche Zuwächse bei den Unternehmensgewinnen. Allerdings fließt ein Teil davon in den Abbau der noch zu hohen Bewertung. Insgesamt lässt sich für den S&P 500 eine faire Kursspanne von 2.400 bis 3.000 Punkten ableiten.

DAX und EURO STOXX 50 bildeten ähnlich wie viele andere der weltweiten Börsenbarometer bereits im Januar 2018 ihren Gipfel aus. Sie folgten damit nahezu idealtypisch dem zyklischen Muster früherer Phasen mit rückläufigen Konjunkturindikatoren. Auf Basis der gängigsten Kennziffern haben Euro-Aktien inzwischen ein faires Niveau erreicht.

In der Vergangenheit endeten ausgeprägte Korrekturbewegungen aber meist erst dann, wenn sich auch ein Ende der Abwärtsbewegung bei wichtigen konjunkturellen Frühindikatoren abzeichnete. Angesichts des noch vergleichsweise hohen Niveaus dieser Indikatoren ist eine Wende zum Positiven vermutlich erst für das Frühjahr 2019 zu erwarten.



DAX fit für 2019

Im Hauptszenario bewegt sich die faire Bewertung für den DAX im KGV-Band zwischen 10,5 und 13. Dieser Korridor hat sich in den vergangenen Jahren als zuverlässiger Signalgeber für obere und untere Wendepunkte erwiesen. Kurspotenzial erwächst im Jahresverlauf 2019 aus sich verbessernden Perspektiven für die Unternehmensgewinne und einer moderaten Bewertungsexpansion. Insgesamt ergibt sich daraus eine Kursspanne für den DAX von 10.500 bis 14.000 Punkten. Gegen Jahresende dürfte der deutsche Leitindex bei 13.200 Punkten notieren. Das Chance-Risiko-Profil ist damit deutlich attraktiver als das der US-Pendants.



Rohöl und Gold

Überwiegend in der Balance

Rohöl auf Seitwärtskurs

Die Mineralölpreise werden 2019 bei nachlassenden Angebotsrisiken mehr oder weniger einen Seitwärtskurs beschreiten. Der Wahrnehmungswechsel von der Angebots- auf die Nachfrageseite dürfte an den Mineralölmärkten 2019 nicht nur wegen möglicher negativer Auswirkungen des Handelskonflikts anhalten. So scheinen die **physischen Märkte gut versorgt** zu sein. Offensichtlich entspannt zusätzliches Angebot von Nicht-OPEC-Ländern den Markt. Dagegen erreichte der globale Rohölverbrauch im Juli 2018 wohl die vorläufige Spitze.

Die **Preisschwankungen** dürften 2019 auch im Zuge des Erwartungsmanagements der OPEC und des Nachfrageverhaltens Chinas ausgeprägt bleiben. Allerdings wird sich die geopolitische Prämie nicht mehr so stark aufbauen wie 2018, zumal die Lieferausfälle verschiedener OPEC-Länder eher geringer werden.

Gold mit überschaubarem Potenzial

Das gelbe Metall dürfte 2019 im Bereich zwischen 1.200 und 1.400 US-Dollar/Feinunze gut abgesichert sein. Hierfür sprechen die weiterhin moderaten US-Realzinsen, der weniger feste US-Dollar sowie die Marktpsychologie. So haben sich die Wetten nichtkommerzieller Marktteilnehmer gegen Gold bis zuletzt auf extrem hohem Niveau bewegt. Schließlich spricht die günstigere Charttechnik für eine Erholung der Notierungen.

Bremsfaktoren wie die Währungsschwäche in diversen Schwellenländern und Kaufzurückhaltung gegenüber Gold verlieren 2019 an Wirkung. Weitere US-Zinserhöhungen und die geldpolitische Wende der EZB dürften jedoch noch dämpfen. Vor allem aber sprechen die wieder erhöhten Chancen von Risikopapieren wie Aktien und Unternehmensanleihen gegen eine massive Erholung der Goldnotierungen.

Immobilien

Reif, aber nicht altersmüde



Der Aufschwung am Immobilienmarkt geht ins zehnte Jahr und befindet sich damit in einer **reifen Phase**. Doch Immobilienzyklen sterben nicht an Altersschwäche. Niedrige Zinsen und das robuste Wirtschaftswachstum halten die Immobilienbranche 2019 fit. Der erwartete leichte Zinsanstieg hat nicht die Qualität, den Aufschwung abzuwürgen. Damit dürften die Immobilienwerte in vielen europäischen Ländern weiter zulegen. Weniger günstig sieht die Lage in den USA aus, wo deutlich höhere Renditen am Rentenmarkt bereits Anlagealternativen bieten.

Am deutschen Büromarkt sorgt die steigende Beschäftigung für eine hohe Flächennachfrage. Schwieriger ist die Vermietungssituation im Einzelhandel, den der zunehmende Onlinehandel belastet. Bei guter Nachfrage und moderater Bautätigkeit werden auch 2019 in vielen Segmenten des gewerblichen Immobilienmarktes die **Mieten steigen** und die **Leerstände zurückgehen**. Die bereits hohe Bewertung vieler Immobilien nimmt weiter zu.

Bei **offenen Immobilienfonds** rechnen wir für 2019 mit einer wenig veränderten Jahresrendite von durchschnittlich rund 2 ½ %. Damit wäre der Abstand zu festverzinslichen Kapitalanlagen hinreichend hoch, um einen fortgesetzten Mittelzufluss zu garantieren.

Die vielfältigen wohnungspolitischen Aktivitäten werden den Preisanstieg am **deutschen Wohnungsmarkt** 2019 nicht stoppen. Vor allem die stark ausgelasteten Kapazitäten in der Bauwirtschaft und die Knappheit an Bauland stehen einer deutlich höheren Bautätigkeit im Wege.

Devisen

US-Dollar und Schweizer Franken

Der **US-Dollar** macht **schlapp**. Das bislang rosige Dollar-Umfeld wird sich allmählich verschlechtern, „America First“ gilt nicht mehr am Devisenmarkt. Der konjunkturelle Schwung in den USA lässt nach, während die Eurozone ihre Durststrecke beendet. Der zurückgehende US-Wachstumsvorteil wird sich in der Geldpolitik widerspiegeln. Die Federal Reserve wird ihren Zinserhöhungszyklus unterbrechen, die EZB läutet die Zinswende ein. Der ungewöhnlich hohe US-Renditevorteil gegenüber dem Euro wird daher wohl zurückgehen.

Längerfristig überwiegt das Abwärtspotenzial beim US-Dollar. Das steigende Haushaltsdefizit sowie der chronische Fehlbetrag in der Leistungsbilanz in den USA sprechen für eine schwächere Währung. Zudem birgt die Handelspolitik nicht nur konjunkturelle Risiken. Präsident **Trumps protektionistische Politik** und sein Begehren nach einem schwächeren US-Dollar **belasten** letzteren zumindest mittelbar, zumal der Greenback nach wie vor als überbewertet gilt. Im Verlauf von 2019 dürfte sich der Euro-Dollar-Kurs in einem Bereich von 1,10 bis 1,30 bewegen und bis Jahresende auf 1,25 steigen.



> *Je mehr der Eindruck entsteht, dass Trump den Dollar benutzt, um außenpolitische Ziele zu erzwingen, werden internationale Anleger sich nach einer alternativen Währung umsehen.*
> Ökonom Barry Eichengreen

Der **Schweizer Franken** wird gegenüber dem Euro leicht nachgeben. Die Schweizer Notenbank zögert im Vergleich zur EZB ihre Zinswende weiter hinaus, der Schweizer Renditenachteil nimmt zu. Nachlassende politische Unsicherheiten vermindern die Nachfrage nach dem sicheren Anlagehafen. Der Euro-Franken-Kurs dürfte bis auf 1,20 klettern.



2 Notaufnahme (20 %)

Alternativszenario

Notaufnahme (20 %)

In unserem negativen Alternativszenario kommen zu den überdurchschnittlichen politischen Risiken immer mehr rein zyklische Argumente hinzu. Historisch hohe Schuldenstände sowie eine sehr expansive Geldpolitik begrenzen die Handlungsspielräume zur Konjunkturstimulierung.

Diagnose: Multiple Risiken

Potenzielle Auslöser für eine globale Rezession 2019 lassen sich mehr als genug finden. Die Abschwächung in **China** kann überraschend deutlicher ausfallen. In den **USA** könnten die schon erfolgten Zinserhöhungen der Fed ausreichen, um die Expansion abzuwürgen. Schließlich ist nicht viel Fantasie erforderlich, den Abwärtstrend der Konjunkturindikatoren in der **Eurozone** zu verlängern.

Anleger suchen Sicherheit und schichten aus Risikoassets in die „sicheren Häfen" **US-Treasuries und Bundesanleihen** um. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen lotet neue historische Tiefstände in Richtung der – 1 %-Marke aus, da die übrigen europäischen Staatsanleihen gemieden werden.

Der **US-Dollar** wird seinem Ruf als Krisenwährung gerecht, zumal die Probleme in der Währungsunion den Euro belasten. Der Euro-Dollar-Kurs geht auf 0,95.

Gold ist gefragt und gelangt in den Bereich von 1.600 bis 1.800 US-Dollar pro Feinunze.

Der konjunkturelle Einbruch lässt **Immobilienwerte** korrigieren, vor allem in stark überbewerteten Segmenten.

Umsatzeinbrüche und Margendruck sorgen für deutliche Rückgänge bei den Unternehmensgewinnen. Eine anziehende Risikoaversion führt zu markanten Bewertungsabschlägen. Der **DAX** fällt in den Bereich um 9.000 Punkte.

3 Wellnessoase (10 %)



Alternativszenario

Wellnessoase (10 %)

In unserem positiven Alternativszenario gleicht das wirtschaftliche Umfeld einer Wellnessoase. Alles fühlt sich sehr entspannt an, Leichtigkeit macht sich breit. Die Stimmung steigt, die Risikoprämien sinken.

Die Expansion startet einfach durch. Schwächesymptome in China und in der Eurozone stellen sich als temporäre Delle heraus. Die **USA** wachsen nachhaltig um 3 % bis 4 %. Wenn der globale Industriezyklus wieder Fahrt aufnimmt, wirken die Stimulusmaßnahmen in **China** prozyklisch und schieben das Wirtschaftswachstum in Richtung 7 % und mehr.

Von einem globalen Industrieaufschwung würden auch **Deutschland** und die EU-Nachbarländer profitieren. Die Wirtschaft in Deutschland und in der Eurozone expandiert um rund 3 %. Das höhere Wachstum spült Geld in die Staatskassen und fördert so eine Kompromisslösung im Streit um eine angemessene Haushaltspolitik.

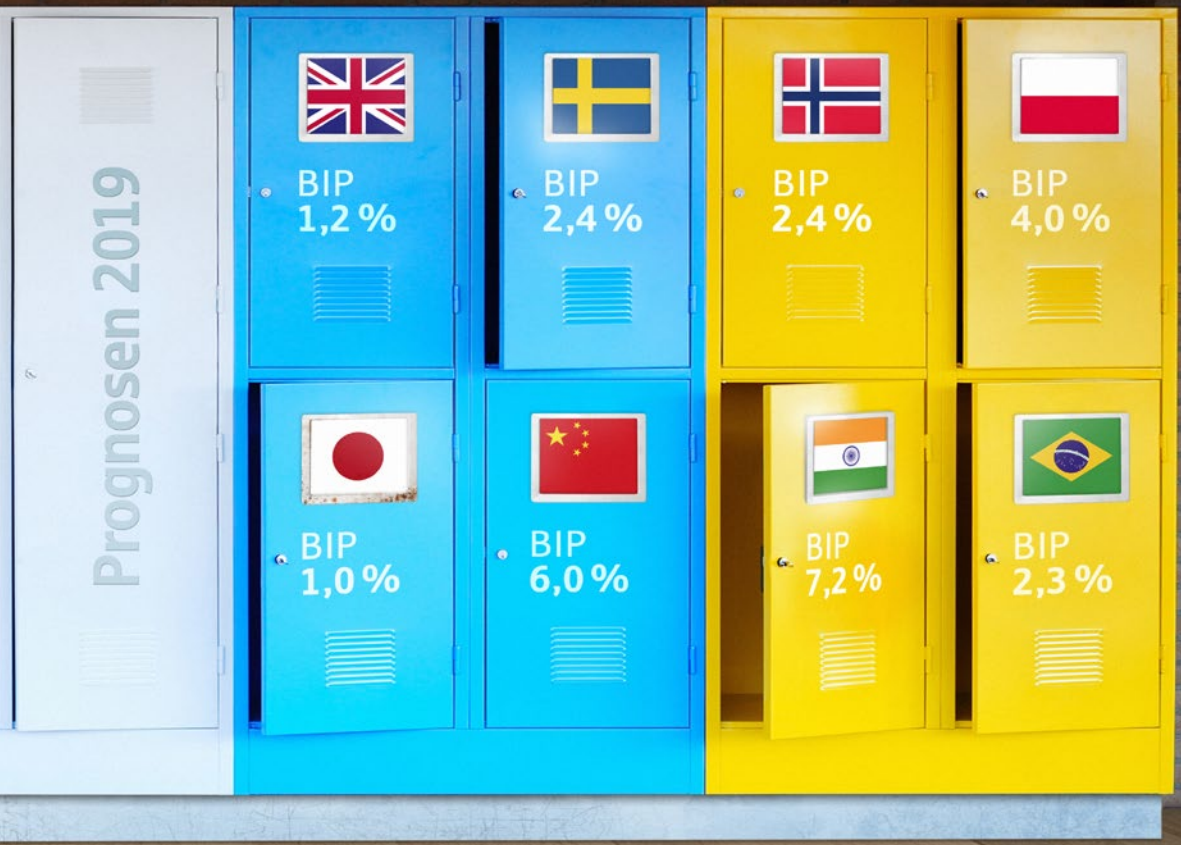
Inflation bringt Notenbanken auf Touren

Die gute Konjunktur führt zu anziehender Inflation. Die Geldpolitik beiderseits des Atlantiks wird stärker gestrafft. Die Verzinsung 10-jähriger Treasuries klettert auf rund 5 %, **Bundesanleihen** gleicher Laufzeit steuern in Richtung 2 %-Marke. Der Euro profitiert davon, dass die Währungsunion politisch gefestigt wird. Der **Euro-Dollar-Kurs** geht auf 1,35.

Immobilien werden trotz höherer Zinsen teurer. In immer mehr Marktsegmenten spitzt sich die Bewertungssituation zu. Die Unternehmen nutzen ihre Preiserhöhungsspielräume, um die Gewinnmargen auszuweiten. Angesichts zunehmender Risikofreude der Anleger erfolgt eine Bewertungsexpansion. Der **DAX** überspringt die 15.000er-Marke.

4 Länder im Hauptszenario




Prognosen 2019
BIP
1,2 %
BIP
2,4 %
BIP
2,4 %
BIP
4,0 %
BIP
1,0 %
BIP
6,0 %
BIP
7,2 %
BIP
2,3 %

Deutschland

Weiterhin dynamisch

Die wirtschaftliche Dynamik in Deutschland wird sich voraussichtlich ab Mitte 2019 wieder beschleunigen. Das Wirtschaftswachstum bleibt 2019 mit 1,5 % über der Beschäftigungsschwelle.

2019 wird der **Konsum** maßgeblich zum Wirtschaftswachstum beitragen. Die Verbrauchsausgaben sollten mit 1,6 % lebhafter zulegen als im Jahr zuvor. Positiv wirken der Beschäftigungsanstieg und zunehmende Tarifverdienste. Die Verbraucher werden zudem durch die Rückkehr zur paritätischen Finanzierung der Beiträge in der gesetzlichen Krankenversicherung und die „Mütterrente“ begünstigt.

Das deutlich gesunkene Auftragsvolumen im Verarbeitenden Gewerbe und das hohe Maß an Unsicherheit bezüglich der Handelspolitik bremsen noch die Kapitalbildung. Die **Ausrüstungen** werden im Verlauf von 2019 zwar wieder an Fahrt gewinnen, aber voraussichtlich nur um 3 % höher ausfallen (2018: 4,5 %).

Auch die **Bauinvestitionen** legen weiter zu: Der Bedarf im Wohnungsbau ist weiterhin hoch und die Finanzierungsbedingungen sind bei steigenden Realeinkommen und niedrigen Zinsen günstig. Die öffentliche Hand investiert verstärkt in die Infrastruktur und die Nachfrage vor allem nach Bürogebäuden ist hoch.

Der **Außenhandel** wird voraussichtlich auch 2019 keinen positiven Wachstumsbeitrag erbringen. Die Exporte in die EU dürften aufgrund der Brexit-Unsicherheiten weiterhin durch Großbritannien gebremst werden. Hingegen bleibt China trotz etwas geringerem Wirtschaftswachstum ein Lichtblick, während die Exporte in die USA nur unterdurchschnittlich zunehmen.



Frankreich

Fitnesstrainer Macron braucht mehr Zeit



Nach Jahren mit einem unterdurchschnittlichen Wirtschaftswachstum dürfte das Bruttoinlandsprodukt 2019 mit 1,5 % annähernd so stark zulegen wie in der Eurozone.

Schnelle Erfolge werden von der Bevölkerung erwartet. **Geduld** ist aber angesagt, denn die Strukturreformen des Präsidenten Macron wirken erst mit Zeitverzug. Dies gilt für die Änderungen des Arbeitsrechts sowie die schrittweise Absenkung der Körperschaftsteuer, die sich allmählich in zusätzlichen Investitionen niederschlagen dürften.

Die **privaten Konsumausgaben** haben 2018 das Wirtschaftswachstum gebremst. Die Erhöhung der Sozialsteuer dämpfte im ersten Halbjahr den Zuwachs der Nettoeinkommen, während die Entlastung durch die Sozialbeiträge erst in der zweiten Jahreshälfte wirksam wurde. Dies sollte sich neben der steigenden Beschäftigung und höheren Löhnen 2019 positiv auf die privaten Verbrauchsausgaben auswirken.

In Frankreich soll das **staatliche Defizit** 2019 wieder steigen. Geplant ist ein Wert von 2,8 % des Bruttoinlandsprodukts, nach 2,6 % (2018). Auch Sondereffekte wie die Übernahme der Verschuldung der Staatsbahn SNCF sind hierfür ein Grund.

Die **Ausrüstungsinvestitionen** dürften auch 2019 zulegen. Da sich eine konjunkturelle Verbesserung allerdings erst allmählich einstellt, wird der Anstieg der Kapitalbildung kaum höher ausfallen als im Vorjahr. Moderate Impulse gehen weiterhin von den **Bauaktivitäten** aus, während der **Außenhandel** einen leicht negativen Wachstumsbeitrag erbringen dürfte.



Italien

Ein riskanter Ritt

Die neue populistische Regierung Italiens will das öffentliche **Defizit 2019** deutlich erhöhen. Damit provoziert sie einen **Konflikt mit der EU-Kommission**. Die Kapitalmärkte haben hierauf mit Nervosität reagiert. Der Spread zu deutschen Bundesanleihen ist deutlich gestiegen.

Gerade in Italien ist die Dringlichkeit für eine solide Haushaltspolitik groß, da das Land mit über 130 % des BIP die zweithöchste Staatsverschuldung in der Währungsunion nach Griechenland aufweist. Unter dem Druck der Kapitalmärkte dürfte die Regierung zu einem Kompromiss mit Brüssel finden. Gleichwohl wird die Fiskalpolitik expansiver ausfallen als bislang unterstellt. Kurzfristig sind hierdurch positive Wachstumsimpulse möglich. Allerdings führt der höhere Zinsspread bereits jetzt zu einer starken Belastung der **italienischen Banken**. Der Nettoeffekt einer expansiveren Politik wird eher klein ausfallen. Immerhin dürfte das Wirtschaftswachstum 2019 leicht auf 1,3 % steigen.

Seit 2001 expandiert die italienische Wirtschaft regelmäßig schwächer als der Durchschnitt der Währungsunion. Dies zeigt, dass nicht eine temporäre Nachfrageschwäche, sondern handfeste **strukturelle Probleme** vorliegen. Die geplanten Maßnahmen helfen hier nicht weiter. Vor allem die Rücknahme der Rentenreform mit der Folge eines früheren Ruhestands dürfte sich kontraproduktiv auswirken. Der Einsturz der Morandi-Brücke in Genua hat drastisch vor Augen geführt, dass die Infrastruktur erneuert und erweitert werden muss.

Spanien

Etwas weniger Schwung

Dank jahrelang überdurchschnittlicher Wachstumsraten hat Spanien längst wieder das Einkommensniveau von vor der Finanzkrise erreicht. Trotzdem ist das Land im Vergleich zur Eurozone **ärmer geworden**. Das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf beträgt 2018 etwa 77 % des Durchschnitts im gemeinsamen Währungsraum, während es 2007 noch gut 84 % waren. Nach drei Jahren mit Raten von 3 % und mehr wächst Spanien 2018 nur noch um 2,5 %. 2019 dürften 2,3 % erreicht werden.



In diesem Umfeld will auch die spanische Regierung ihre **Haushaltspolitik** etwas lockern. Trotzdem dürfte mit einem Budgetdefizit von 2,7 % zum ersten Mal nach zehn Jahren der Maastricht-Grenzwert von 3 % unterschritten werden. Ob 2019 die avisierten 1,8 % erreicht werden, ist fraglich. Trotz des hohen Wirtschaftswachstums sinkt die öffentliche Verschuldung kaum und liegt immer noch bei 98 % des BIP.

Stimuliert durch die Beschäftigung, leicht zunehmende Lohnerhöhungen und wirtschaftspolitische Maßnahmen wird der **Konsum** 2019 in etwa so stark zulegen wie das Bruttoinlandsprodukt.

Weiter expandieren dürften die **Ausrüstungen** und die **Bautätigkeit**. Positiv wird sich die zusätzliche Förderung des sozialen Wohnungsbaus auswirken. Im Gesamtjahr ist mit keinem positiven **Außenhandelsbeitrag** zu rechnen.

Um weiterhin überdurchschnittlich zu expandieren und damit mittelfristig das Einkommensniveau der Eurozone zu erreichen, müsste Spanien seine **strukturellen Schwächen** konsequenter bekämpfen. Dies wird allerdings nur unzureichend umgesetzt.

Schweden

Riksbank wagt Wende

Die Konjunktur in Schweden überzeugte 2018 mit soliden Wachstumsraten, die sich fortsetzen werden. In Anbetracht der Preisentwicklung scheint die Zeit nun reif für **Zinserhöhungen**, denn seit August liegt die Inflation oberhalb des Notenbankziels von 2 %. Sie wird voraussichtlich 2019 mit 2,2 % leicht höher ausfallen. Vor diesem Hintergrund dürfte die Notenbank in den kommenden Monaten eine erste Zinserhöhung vornehmen und sich von dem rekordniedrigen Leitzins von – 0,5 % verabschieden.

Immobilienpreise im Fokus

Die schwedische Zinspolitik berücksichtigt neben den Verbraucherpreisen auch die Entwicklung am Immobilienmarkt sowie den Außenwert der Krone. Daher werden Zinserhöhungen mit **großer Vorsicht** vorgenommen, um eine stärkere Abkühlung des Häusermarktes sowie eine übermäßige Währungsaufwertung zu vermeiden. Positives Terrain dürften die Leitzinsen somit frühestens 2020 erreichen.

Die Stimmung in der Industrie ist gut, sodass der Sektor voraussichtlich um 4 % zulegen wird. Der Staatskonsum dürfte nächstes Jahr um 2 % steigen und ebenfalls zum Wirtschaftswachstum beitragen.

Einen **Belastungsfaktor** stellt jedoch der Immobilienmarkt dar. In den Großstädten sind die Hauspreise seit Jahresbeginn 2018 um 6 % gefallen. Dementsprechend wird der **Bausektor** im nächsten Jahr wahrscheinlich einen negativen Wachstumsbeitrag liefern.

Per saldo dürfte das Wirtschaftswachstum 2019 mit 2,4 % etwas unter dem Vorjahresergebnis liegen.



Großbritannien

Brexit rollt an



Der Brexit tritt am 29. März 2019 um 23 Uhr britischer Zeit formell in Kraft. Ein Austrittsabkommen soll quasi ausgehandelt sein. Darin ist eine **Übergangsphase** bis Ende 2020 geregelt, in der sich das Verhältnis Großbritanniens zur EU kaum ändert. In dieser Phase könnten offene Punkte zu den Beziehungen ab 2021 ebenfalls noch ausgehandelt werden.

Im zukünftigen Verhältnis sind **Restriktionen** bei dem **Dienstleistungshandel** und der **Arbeitnehmerfreizügigkeit** wahrscheinlich, der Warenhandel dürfte weitgehend unbeschränkt bleiben. Reguläre Zollkontrollen sind auch nicht im wirtschaftlichen Interesse der EU. Trotz der Risiken bei den Verhandlungen bzw. der anschließenden Ratifizierung – vor allem im britischen Parlament – verlassen die Briten die EU vermutlich geregelt mit einem Abkommen. Schließlich würde ein „No-Deal"-Brexit massive wirtschaftliche Verwerfungen mit sich bringen.

Moderate Konjunktur

Dank der Übergangsphase wird die britische Konjunktur kaum auf den formellen EU-Austritt reagieren. Grundsätzlich **belastet der Brexit** aber das Wachstum. Der private Konsum dürfte sich stabilisieren. Jedoch werden die Investitionen vermutlich langsamer zunehmen. Insgesamt dürfte das Bruttoinlandsprodukt 2019 mit 1,2 % marginal weniger als 2018 wachsen. Die Inflation wird sich geringfügig auf 2,2 % verringern. Die Bank of England wird ihre Normalisierung fortsetzen und den Leitzins zaghaft auf 1,0 % erhöhen. Das Britische Pfund profitiert von den nachlassenden Unsicherheiten.

Russland

Zu wenig Training für Strukturwandel

Nach seiner Wiederwahl im März 2018 hat Präsident Wladimir Putin die **Messlatte** für die neue Regierung sehr hoch gehängt: Angekündigt wurden ein besseres Bildungs- und Gesundheitssystem, die landesweite Verminderung der Armut, höhere Infrastrukturinvestitionen, steigende Gehälter im öffentlichen Dienst sowie über der Inflationsrate zunehmende Renten.



Diese Vorhaben zu finanzieren bedeutet selbst für das rohstoffreiche Russland einen **Kraftakt.** Sie beschleunigen nicht automatisch das Wirtschaftswachstum von 1,7 % im Jahr 2019. Dabei sind keine expansiven fiskalischen und geldpolitischen Impulse zu erwarten. Der **private Konsum** – die Hauptstütze des Wirtschaftswachstums – wird sich infolge der Anhebung des Mehrwertsteuersatzes von 18 % auf 20 % Anfang 2019 vorübergehend abschwächen.

Die relativ **unabhängige Zentralbank** wird bei steigendem Preisdruck nach der Mehrwertsteuererhöhung sowie bei Rubelabwertungen mit höheren Leitzinsen reagieren.

Zwar gewährleistet der solide Datenkranz (Staatshaushalt, Leistungsbilanz, Währungsreserven) eine **hohe gesamtwirtschaftliche Stabilität**. Strukturelle Nachteile behindern aber das Wirtschaftswachstum. Die Investitionsquote ist daher mit 21 % des Bruttoinlandsproduktes unterdurchschnittlich.

Die Regierung zögert bei **wirtschaftlichen Reformen**, da diese mit innenpolitischen Veränderungen einhergehen würden. Nur mit mehr Engagement und neuen Trainingseinheiten wird die russische Wirtschaft unabhängiger vom Energiesektor und mehr Eigendynamik entwickeln.



USA

Trumps Wirtschafts-wunder: Fake News?!

Die US-Wirtschaft boomt. Donald Trump sieht hier seine erfolgreiche Wirtschaftspolitik am Werk. Primär wirkt der **unmittelbare Nachfrageschub** durch die sehr lockere Fiskalpolitik. Die Steuersenkung Ende 2017 hat Haushalte und Unternehmen erheblich entlastet. Gleichzeitig legen die Staatsausgaben so kräftig zu wie seit 2009 nicht mehr. Der IWF schätzt, dass der unmittelbare fiskalpolitische Impuls 2018 einen Prozentpunkt am Bruttoinlandsprodukt ausmacht. Auf Basis der aktuellen Gesetzeslage wird dieser Effekt 2019 noch nicht ins Negative umschlagen, sich aber mehr als halbieren.

Entsprechend dürfte sich das Wirtschaftswachstum 2019 von knapp 3 % auf 2,6 % verlangsamen.

> *Trade wars are good and easy to win.*
> Donald Trump

Die Belastungen durch den **Handelsstreit** sollten hingegen überschaubar sein, da ihn Donald Trump zu einem Zeitpunkt vom Zaun gebrochen hat, zu dem die US-Konjunktur erheblichen Schwung aufweist. Zumindest auf mittlere und lange Sicht dürften auch US-Verbraucher und -Unternehmen zu den Verlierern zählen.

Weitere Zinserhöhungen … und dann Pause

Die Fed wird ihren graduellen Zinserhöhungskurs zunächst fortsetzen, da sich die Kernteuerung weiter nach oben bewegt. Das Zielband für den Leitzins dürfte im Sommer 3,00 % bis 3,25 % erreichen. Dies wäre am unteren Rand dessen, was wir als ein neutrales Zinsniveau ansehen würden. Angesichts der abnehmenden konjunkturellen Dynamik sollte dann ab Herbst aber eine **längere Pause** im Zinserhöhungszyklus anstehen.



China

Verlangsamung

Mit konjunkturpolitischem Doping konnte China bis ins Jahr 2018 hinein sein Wachstumstempo weitgehend halten. 2019 wird der Drache **trotz einer gesteigerten Dosis Stimulus** aber eher langsamer. Das Wachstum wird sich wohl im Jahresdurchschnitt von 6,6 % 2018 auf 6 % 2019 verlangsamen. Dies reflektiert eine Kombination aus andauernder struktureller Abschwächung und akuter konjunktureller Delle.

Mehr Stimulus

Die Führung in Peking wird den bereits eingeschlagenen Kurs einer **expansiveren Fiskalpolitik und einer Lockerung der Geld- und Kreditpolitik** weiter verfolgen und mittelfristig sinnvolle, aber kurzfristig belastende Reformen hinten anstellen. Dies stabilisiert zwar die Konjunktur. Da die strukturellen Probleme – hohe Verschuldung der Unternehmen, Übergewicht von Investitionen und Industrie – aber nicht angegangen werden, setzt man letztlich den mittel- bis langfristigen Wohlstand aufs Spiel.

Gleichzeitig wird das Verhältnis zu den Vereinigten Staaten und anderen westlichen Industrieländern schwieriger, selbst wenn sich der **Handelsstreit mit den USA** erwartungsgemäß nicht weiter zuspitzt. Eine spürbare Abwertung des **Yuan** wird die Regierung wohl vermeiden wollen. Sie könnte aus dem Ruder laufen, würde zusätzliches Konfliktpotenzial mit den USA schaffen und konjunkturell weniger bringen als früher, denn die Exporte sind heute nicht mehr der zentrale Wachstumsmotor Chinas.

> *In einem Handelskrieg gibt es keine Sieger.*
>
> Xi Jinping

Brasilien

Alles nur Show?

Investoren haben erleichtert auf den Sieg des Rechtspopulisten Jair Bolsonaro bei den Präsidentschaftswahlen im Oktober 2018 reagiert. Die **ambitionierten Reformvorhaben** seines Ministers Guedes beinhalten u. a. Privatisierungen und eine dringend notwendige Reform des Rentensystems. Die Umsetzung dieser Vorhaben hängt aber von der Zustimmung des stark fragmentierten Kongresses ab.

Größte Herausforderung bleibt die **Sanierung der Staatsfinanzen**. Die Staatsverschuldung ist seit 2014 buchstäblich explodiert und dürfte im kommenden Jahr 80 % am BIP überschreiten. Ohne eine entschlossene Konsolidierung steuert das Land auf eine Schuldenkrise zu.

Bereits die Vorgängerregierung hat daher eine Ausgabenbegrenzung in die Verfassung aufgenommen. Doch selbst das dürfte zu wenig sein, um den Anstieg der Staatsverschuldung zu bremsen. Die neue Regierung plant für 2019 ein geringeres Defizit von 5,7 % des BIP.

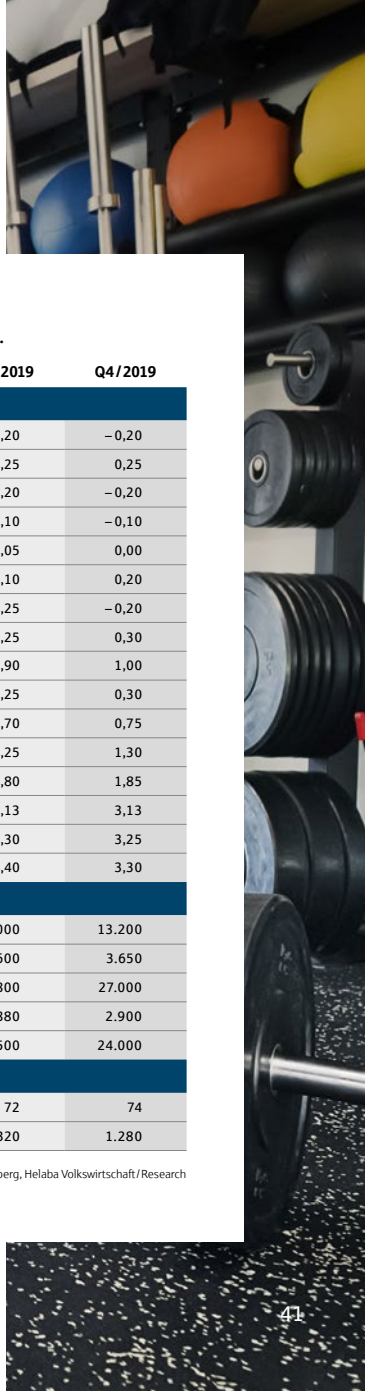
> *Höhere Investitionen sowie eine Erholung des privaten Konsums kompensieren negative Wachstumseffekte der Konsolidierung.*

Aufgrund **hoher Währungsreserven** und moderater Leistungsbilanzdefizite steht Brasilien außenwirtschaftlich gut da. Die wirtschaftsliberalen Reformen werden dafür sorgen, dass die Investitionen bald anziehen. Zusammen mit einer leichten Erholung beim Konsum wegen der geringeren Arbeitslosenzahlen ist deshalb 2019 ein Anstieg des Wirtschaftswachstums auf 2,3 % möglich.



5 Prognosetabellen im Hauptszenario





Kapitalmarktprognosen im Detail

	Veränderung seit 31.12.2017	aktueller Stand*	Prognose Ende … Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019
	in Basispunkten	Zinssatz in %				
EZB Einlagenzins	0	–0,40	–0,40	–0,40	–0,20	–0,20
EZB Refinanzierungssatz	0	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25
Tagesgeldsatz Eonia	–2	–0,36	–0,35	–0,35	–0,20	–0,20
3M Euribor	1	–0,32	–0,30	–0,25	–0,10	–0,10
6M Euribor	1	–0,26	–0,25	–0,20	–0,05	0,00
12M Euribor	4	–0,15	–0,15	–0,10	0,10	0,20
2j. Bundesanleihen	6	–0,57	–0,50	–0,40	–0,25	–0,20
5j. Bundesanleihen	2	–0,18	–0,05	0,10	0,25	0,30
10j. Bundesanleihen	–2	0,41	0,60	0,80	0,90	1,00
2j. Swapsatz	3	–0,12	0,00	0,10	0,25	0,30
5j. Swapsatz	2	0,34	0,45	0,60	0,70	0,75
10j. Swapsatz	7	0,96	1,05	1,15	1,25	1,30
30j. Swapsatz	2	1,51	1,60	1,70	1,80	1,85
Federal Funds Rate**	75	2,13	2,63	2,88	3,13	3,13
3M USD Libor	92	2,61	2,90	3,10	3,30	3,25
10j. US-Treasuries	73	3,14	3,40	3,50	3,40	3,30
	Landeswährung %	Indexstand				
DAX	–11,2	11.472	12.300	12.700	13.000	13.200
EURO STOXX 50	–8,0	3.225	3.400	3.500	3.600	3.650
Dow Jones	2,3	25.286	26.000	26.500	26.800	27.000
S&P 500	1,8	2.722	2.800	2.850	2.880	2.900
Nikkei 225	–4,2	21.811	22.500	23.000	23.500	24.000
	in %	Preis in $				
Brentöl $/bbl	–2,1	65	73	75	72	74
Gold $/oz	–7,7	1.202	1.280	1.300	1.320	1.280

*13.11.2018

** Mittelwert des Zielbandes

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research



Devisenprognosen im Detail

	Veränderung seit 31.12.2017	aktueller Stand*	Prognose Ende … Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019
gg. Euro	**gg. Euro, in %**	**Kurs**				
US-Dollar	6,3	1,13	1,15	1,20	1,20	1,25
Japanischer Yen	5,3	128	125	128	128	132
Britisches Pfund	2,1	0,87	0,85	0,85	0,80	0,80
Schweizer Franken	2,9	1,14	1,15	1,15	1,20	1,20
Kanadischer Dollar	–0,9	1,49	1,48	1,52	1,52	1,58
Australischer Dollar	1,7	1,56	1,55	1,60	1,58	1,58
Schwedische Krone	4,0	10,22	9,90	9,80	9,60	9,50
Norwegische Krone	–2,5	9,59	9,30	9,10	8,90	8,80
Chinesischer Yuan	0,5	7,84	8,05	8,28	8,28	8,50
gg. US-Dollar	**gg. USD, in %**	**Kurs**				
Japanischer Yen	1,0	114	109	107	107	106
Schweizer Franken	3,4	1,01	1,00	0,96	1,00	0,96
Kanadischer Dollar	5,3	1,32	1,29	1,27	1,27	1,26
Schwedische Krone	10,7	9,06	8,61	8,17	8,00	7,60
Norwegische Krone	3,6	8,50	8,09	7,58	7,42	7,04
Chinesischer Yuan	6,9	6,96	7,00	6,90	6,90	6,80
US-Dollar gg. …	**gg. USD, in %**	**Kurs**				
Britisches Pfund	–4,0	1,30	1,35	1,41	1,50	1,56
Australischer Dollar	–7,6	0,72	0,74	0,75	0,76	0,79

*13.11.2018

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bruttoinlandsprodukt, Inflation, Budgetsaldo

	Bruttoinlandsprodukt reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Inflation Veränderung gg. Vorjahr, %				Budgetsaldo % des BIP			
	2017	2018s	2019p	2020p	2017	2018s	2019p	2020p	2017	2018s	2019p	2020p
Euroland	**2,5**	**1,9**	**1,6**	**1,8**	**1,5**	**1,8**	**1,9**	**1,8**	**–1,0**	**–0,6**	**–0,7**	**–0,6**
Deutschland	2,5	1,6	1,5	1,8	1,8	2,0	2,1	2,0	1,0	1,4	1,2	1,2
Frankreich	2,3	1,6	1,5	1,8	1,2	2,1	2,0	1,8	–2,7	–2,6	–2,8	–2,2
Italien	1,6	1,0	1,3	1,6	1,3	1,3	1,4	1,3	–2,4	–1,9	–2,3	–2,2
Spanien	3,0	2,5	2,3	2,1	2,0	1,8	1,7	1,6	–3,1	–2,7	–2,4	–1,8
Niederlande	3,0	2,6	2,2	1,8	1,3	1,7	2,2	1,8	1,1	1,3	1,1	0,9
Österreich	2,7	2,8	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0	2,1	–0,8	–0,3	–0,2	0,0
Griechenland	1,5	2,0	1,9	2,0	1,1	0,8	1,2	1,2	0,8	0,6	0,5	0,5
Portugal	2,8	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,6	1,6	–3,0	–0,8	–0,6	–0,3
Irland	7,2	4,5	3,0	3,5	0,3	0,8	1,5	1,8	–0,3	–0,2	–0,1	0,2
Großbritannien	**1,7**	**1,3**	**1,2**	**1,5**	**2,7**	**2,5**	**2,2**	**2,2**	**–1,8**	**–1,4**	**–1,7**	**–2,0**
Schweiz	**1,7**	**3,1**	**2,0**	**1,5**	**0,5**	**1,0**	**1,4**	**1,4**	**0,8**	**0,6**	**0,4**	**0,4**
Schweden	**2,4**	**2,8**	**2,4**	**2,4**	**1,8**	**1,9**	**2,2**	**2,0**	**1,4**	**1,2**	**1,0**	**1,0**
Norwegen	**2,4**	**1,9**	**2,4**	**2,4**	**1,9**	**2,6**	**2,8**	**2,8**	**4,4**	**4,8**	**4,2**	**4,8**
Polen	**4,7**	**5,0**	**4,0**	**3,3**	**2,0**	**1,9**	**2,2**	**1,8**	**–1,4**	**–1,1**	**–1,4**	**–1,5**
Ungarn	**4,4**	**4,7**	**3,4**	**2,5**	**2,3**	**3,0**	**3,4**	**2,8**	**–2,2**	**–2,6**	**–2,2**	**–2,2**
Tschechien	**4,5**	**2,8**	**2,6**	**2,5**	**2,5**	**2,2**	**2,2**	**2,0**	**1,5**	**1,3**	**1,0**	**0,8**
Russland	**1,5**	**1,8**	**1,7**	**1,7**	**3,7**	**3,0**	**4,3**	**4,0**	**–1,4**	**0,6**	**0,7**	**0,7**
USA	**2,2**	**2,9**	**2,6**	**1,8**	**2,1**	**2,4**	**2,3**	**2,2**	**–3,7**	**–4,8**	**–5,1**	**–4,6**
Japan	**1,7**	**0,9**	**1,0**	**0,3**	**0,5**	**1,0**	**1,5**	**2,0**	**–3,5**	**–3,7**	**–3,8**	**–3,4**
Asien ohne Japan	**5,8**	**5,7**	**5,2**	**5,0**	**2,3**	**3,0**	**3,4**	**3,1**	**–2,8**	**–2,9**	**–3,0**	**–3,0**
China	6,8	6,6	6,0	5,8	1,6	2,2	2,2	2,0	–3,9	–4,1	–4,5	–4,5
Indien	6,7	7,4	7,2	7,2	3,3	4,5	4,9	4,8	–3,5	–3,6	–3,3	–3,2
Lateinamerika	**0,8**	**0,8**	**1,8**	**2,0**	**6,2**	**6,8**	**6,8**	**5,2**	**–3,3**	**–2,9**	**–1,8**	**–1,7**
Brasilien	1,0	1,6	2,3	2,2	3,4	4,1	4,0	3,9	–8,0	–7,0	–5,7	–5,6
Welt	**3,6**	**3,6**	**3,4**	**3,2**	**2,5**	**2,9**	**3,1**	**2,8**	–	–	–	–

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

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

Herausgeber

Helaba
Volkswirtschaft / Research
Dr. Gertrud R. Traud, Chefvolkswirtin /
Bereichsleitung Research
Redaktion: Dr. Stefan Mitropoulos,
Barbara Bahadori

Neue Mainzer Straße 52 – 58, 60311 Frankfurt am Main
T + 49 69 / 91 32-01, F + 49 69 / 29 15-17
Bonifaciusstraße 16, 99084 Erfurt
T + 49 3 61 / 2 17-71 00, F + 49 3 61 / 2 17-71 01

www.helaba.de

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

Konzeption und Gestaltung

La Mina GmbH, Darmstadt

Druck

Druckerei Braun & Sohn, Maintal

Autoren

Christian Apelt
Patrick Boldt
Patrick Franke
Patrick Heinisch
Ulf Krauss
Dr. Stefan Mitropoulos
Dr. Stefan Mütze
Heinrich Peters
Ulrich Rathfelder
Markus Reinwand
Dr. Gertrud R. Traud

Fotonachweis

Adobe Stock: S. 19, © lazyllama – stock.adobe.com
Alamy Stock Foto: S. 30, Gerrit de Heus;
S. 32, Roberto Fumagalli; S. 37, AB Forces News Collection
Getty Images: Umschlag (U2), © Vostok; S. 33, © japatino;
S. 38, © Frank Gaglione
iStock: Titel, serts; S. 7, tawanlubfah; S. 8, S. 10, serts;
S. 17, PrathanChorruangsak; S. 20, bluecinema;
S. 28 – 29, olaser; S. 31, Pavel1964; S. 39, golero;
S. 40 – 43, GrapeImages
Matthes, Steffen: S. 4, © Steffen Matthes
Ott, Thomas: Umschlag (U3), © Thomas Ott / Prime Time Fitness Frankfurt
Shutterstock: S. 9, hxdbzxy; S. 9, mythja; S. 22, Alextype;
S. 23, Kanut Srinin; S. 24, hxdbzxy; S. 26, mythja;
S. 34, gillmar; S. 35, Spencer Hopkins
Unsplash: S. 36, © @apx90


TRUE





Besuchen Sie unsere Website helaba.com/de/research und entdecken Sie dort zusätzliche Inhalte, Videos und Podcasts.