

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? Hier ist Ehrlichkeit gefragt.

Fünf Fitnesskategorien

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.

> *Die positiven Aspekte von Sport sind weitreichend. Herz und Kreislauf werden gestärkt, die Stimmung steigt und selbst kognitive Prozesse werden angeregt.*

Wie fit ist aber die Weltwirtschaft und wie bringen sich die einzelnen Länder in Form? Kann es sein, dass zwar alle davon sprechen, ihre **Volkswirtschaft zu trainieren**, sich dabei aber wie diejenigen verhalten, die sich im Januar im Fitnessstudio anmelden und schon wenige Wochen später nicht mehr zu sehen sind?

Hauptszenario: Weltwirtschaft im Fitnessstudio

In unserem diesjährigen Hauptszenario stellt sich die Weltwirtschaft 2019 den Herausforderungen des Fitnessstudios. Zunächst sollte jedes neue Mitglied einen **Fitnesstest** durchlaufen. Dabei zeigt sich, dass die einzelnen Länder unterschiedliche Fitnessgrade aufweisen und teilweise mit Problemzonen hadern.

Gemeinsam ist fast allen 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.

Koordination und Ausdauer sind für die meisten Länder die größten Herausforderungen. Die Kunst der ersten Kategorie besteht darin, die einzelnen wirtschaftspolitischen Maßnahmen auszutarieren: z. B. zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmern, Stadt und Land, zwischen den Regionen, Branchen und sozialen Gruppen sowie zwischen Jung und Alt.



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

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.

Hier muss an einer tragfähigen Rentenpolitik, einer wachstumsfördernden Bildungspolitik sowie am ökologischen Rahmen gearbeitet werden. Der schnelle Griff zu konsumtiven Staatsausgaben sollte zu Gunsten von Investitionen zurückgefahren werden. Dem Fitnessfaktor Ausdauer kommt in einer **alternden Gesellschaft** eine besondere Rolle zu. Dies gilt nicht nur für die Industrieländer mit ihren „alten" Babyboomern, sondern auch China und Russland müssen sich diesem Thema stellen.

Die Belastung aus den hohen Schulden hielt sich in den letzten Jahren aufgrund extrem niedriger Zinsen in Grenzen. Je mehr Gewichte in Form von **Zinssteigerungen** aber jetzt von den Notenbanken aufgelegt werden, desto anstrengender wird es vor allem für die Hochverschuldeten.

Zahlreiche Herausforderungen

Neben den hohen Schulden, einer restriktiveren Geldpolitik und steigenden 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**.

Trainieren kann man überall

Um seine Fitness zu erhöhen, muss man aber nicht unbedingt in ein Fitnessstudio gehen. 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 Koordination und Verlangsamung. In unserer Publikation finden Sie noch weitere Länder sowie entsprechende sportliche Betätigungen.

Negatives Alternativszenario: Notaufnahme

In unserem negativen Alternativszenario verweigern sich die Länder, an ihrer Fitness zu arbeiten. Historisch hohe Schuldenstände, die Vernachlässigung einer investiven und auf nachhaltiges Wachstum ausgelegten



Fiskalpolitik sowie ein stark eingeschränktes geldpolitisches Medikamentensortiment führen zu einem Kollaps. Einige Länder müssen schnellstens in die **Notaufnahme.** Die Anleger fliehen und suchen Zuflucht in sicheren Anlageklassen.

Positives Alternativszenario: Wellnessoase

Ganz anders geht es in unserem positiven Alternativszenario zu. Hier gleicht das wirtschaftliche Umfeld einer Wellnessoase. Alles fühlt sich sehr entspannt an, Leichtigkeit macht sich breit. Die Stimmung steigt, die Risikoprämien sinken.

Die Vorteile von Fitness sind nicht neu. Schon Joachim Ringelnatz (1883 – 1934) widmete diesem Thema mit seinem eigenwilligen Humor ein Gedicht.

Ruf zum Sport
…
Sport macht Schwache
selbstbewusster,
Dicke dünn, und macht
Dünne hinterher robuster,
Gleichsam über Nacht.

Sport stärkt Arme, Rumpf und Beine,
Kürzt die öde Zeit,
Und er schützt uns durch Vereine
Vor der Einsamkeit.
…

Joachim Ringelnatz

In diesem Sinne wünsche ich 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
Seite 4

1 **Rückblick 2018**
Seite 10

2 **Hauptszenario Fitnessstudio (70 %)**
Seite 14

Zinsen und Renten
- Etwas Gewicht draufpacken 18
- Instrumentarium der EZB 20

Covered Bonds
- Bleiben in Bewegung 22

Bankanleihen
- Vor schwierigem Balanceakt 23

Unternehmensanleihen
- Corporates mit Kraftreserven 24

Aktien
- Favoritenwechsel 26
- Nur die inneren Werte zählen! 29

Rohstoffe und Gold
- Stabilisierung bei Rohstoffen 30
- Gold mit überschaubarem Potenzial 32

Immobilien
- Reif, aber nicht altersmüde 33

Devisen
- US-Dollar macht schlapp 35





3 **Alternativszenario Notaufnahme (20 %)**
Seite 38

4 **Alternativszenario Wellnessoase (10 %)**
Seite 42

5 Länder und Regionen im Hauptszenario
Seite 45

Welthandel
- Regimewechsel? 48

Eurozone
- Divergierende Strategien 50

Deutschland
- Weiterhin dynamisch 51
- Digitalisierung als Jobwunder 53
- Hessen, Thüringen, NRW und Brandenburg: Wachstum im Wandertempo 54
- Brexit-Banken packen ihre Sachen für Frankfurt 57

Frankreich
- Fitnesstrainer Macron braucht mehr Zeit 58

Italien
- Ein riskanter Ritt 60

Spanien
- Etwas weniger Schwung 62

Großbritannien
- Brexit rollt an 64

Nordeuropa
- Schweden: Riksbank wagt Wende 66
- Norwegen: Öl als Energydrink 68

Polen, Tschechien, Ungarn
- Fachkräftemangel allerorts 69

Russland
- Zu wenig Training für Strukturwandel 73

USA
- Trumps Wirtschaftswunder: Fake News?! 74

Japan
- Gemächlich voran 77

China
- Verlangsamung 78

Indien
- Kraftvoll bei weniger Dynamik 80

Brasilien
- Alles nur Show? 81

Schwellenländer
- Stabilisierung in schwierigem Umfeld 82

6 Prognosetabellen im Hauptszenario
Seite 84

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

- Niederlassungsverzeichnis 88

- Impressum 90

Redaktionsschluss: 14. November 2018





1 Rückblick 2018

Rückblick 2018

Wie es gelaufen ist

Nachlassende Wachstumsdynamik, höhere Inflationsraten und weniger lockere Geldpolitik haben sich 2018 bei nicht mehr ganz so günstigen Finanzierungsbedingungen in einer geringeren Zuversicht der Kapitalanleger und höherer Volatilität an den Finanzmärkten niedergeschlagen. Strukturelle Probleme wie hohe Verschuldung und ungünstige Demografie traten zeitweilig wieder aus dem Hintergrund, zumal sich die Politik auf wichtigen Handlungsfeldern als zunehmend kontraproduktiv erwies.

Wachstum im Verlauf gedämpft

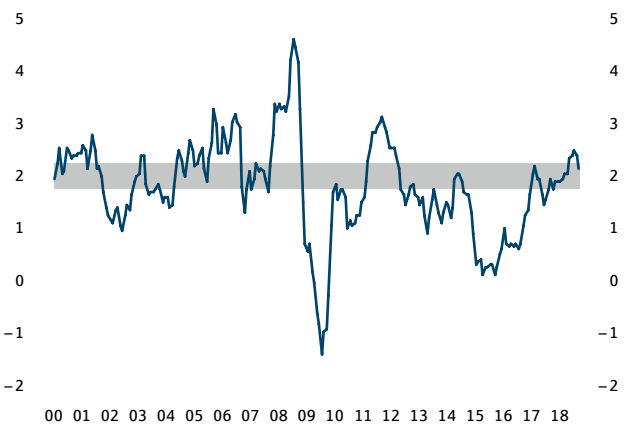
Die Weltwirtschaft verlor 2018 zyklisch bedingt an Dynamik. Auch führten zunehmende **Handelskonflikte und Währungsturbulenzen** zu einer gewissen Stimmungseintrübung. In Europa und Asien machten sich vor allem im Verarbeitenden Gewerbe Ermüdungserscheinungen breit. So zeigte eine Beruhigung der globalen Exporte bzw. der Investitionsgüternachfrage zunehmend Wirkung. Die US-Wirtschaft erwies sich dagegen als überraschend robust. Offenbar wirkten Fiskalpolitik und Deregulierung wesentlich expansiver, als allgemein erwartet worden war.

Der private Konsum war 2018 erneut wesentlicher Wachstumstreiber. Auch die Investitionen trugen noch deutlich zur Expansion bei. Mit nachlassendem zyklischen Rückenwind dämpften allerdings im Jahresverlauf auch **strukturelle Wachstumshemmnisse** wie die zumeist ungünstige demografische Entwicklung und die angespannten Schuldenverhältnisse im Unternehmenssektor vor allem in diversen Schwellenländern die Zuversicht. Insbesondere die Anfang des Jahrzehnts als Wachstumslokomotive fungierende, stark schuldengetriebene **chinesische Wirtschaft** tat sich 2018 wie auch **einige andere Schwellenländer** schwer, nachhaltig auf Expansionskurs zu bleiben.

Wachsende Orientierungslosigkeit hat auch 2018 die Anziehungskraft antidemokratischer, nationalistischer bzw. autoritärer Institutionen erhöht. Die damit vor allem international einhergehende Desintegration schien ebenso wie die vermehrte Missachtung ökonomischer Rationalität durch einen wachsenden Teil der politischen Eliten erste Spuren in der Entwicklung der Weltwirtschaft zu hinterlassen.

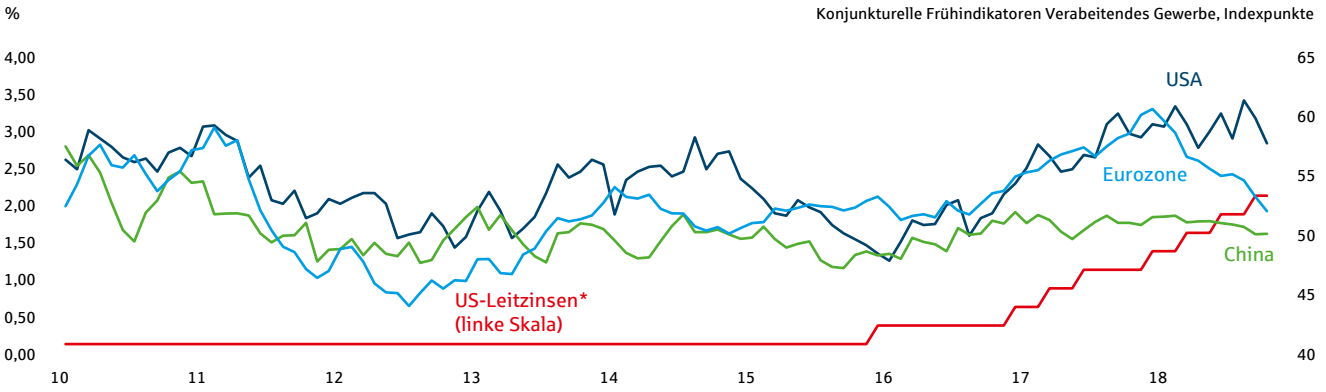
Teuerung im Zielband

G7-Inflationsrate, % gg. Vj.



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Research

Divergenzen in der Weltwirtschaft



* Mittelwert des Zielbandes

Quellen: Bloomberg, Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Inflation weiter Thema

Der Aufwärtstrend der Teuerung hat sich 2018 in den Industrieländern fortgesetzt. Ein festerer US-Dollar und ein gleichzeitig deutlicher **Ölpreisanstieg** trugen wesentlich hierzu bei. Obwohl die Arbeitsmärkte in einigen großen Industrieländern inzwischen angespannt sind, fiel das **Reallohnwachstum** immer noch relativ verhalten aus. Entsprechend moderat entwickelte sich zumeist auch die Kerninflation. Selbst in der boomenden US-Wirtschaft fiel sie nach einer deutlichen Beschleunigung im ersten Halbjahr wieder etwas zurück. Offensichtlich ist die **Verzögerung der Wirkung struktureller Inflationsfaktoren** ausgeprägter als bislang erwartet. Dazu zählen Demografie, nachlassende Effekte der internationalen Arbeitsteilung sowie zunehmende Unternehmenskonzentration.

Geldpolitik weckt erste Bedenken

Die US-Notenbank hat sich 2018 bei der Beschleunigung des Normalisierungskurses offenbar weniger von den Finanzmärkten als von der robusten **Entwicklung der US-Wirtschaft** leiten lassen. Sie nahm dabei eine deutliche Abflachung der Zinsstruktur und einen festeren US-Dollar in Kauf. In anderen westlichen Ländern wurde die geldpolitische Wende ebenfalls eingeleitet, wenn auch wesentlich behutsamer. So begab sich die **EZB** angesichts der Schuldenproblematik nicht nur in Italien mit der angekündigten Wende auf eine Gratwanderung. Dagegen hat die Bank von Japan ihre ultralockere Geldpolitik weitgehend beibehalten. Die Finanzierungsbedingungen einiger Schwellenländer haben sich 2018 angesichts der weniger lockeren US-Geldpolitik zum Teil spürbar verschlechtert.

> *Die großen Notenbanken haben in den vergangenen Jahren den Wachstumszyklus durch eine außergewöhnlich offensive Gestaltung der internationalen Finanzierungsbedingungen dominiert. Hierdurch befinden sie sich heute in einer wirtschaftspolitischen Gesamtverantwortung, die ihre Kompetenzen eigentlich übersteigt.*

2018 wohl ein Übergangsjahr an den Finanzmärkten

Gemessen an der kumulierten Jahresperformance auf Eurobasis per 13.11.2018 im hier betrachteten Anlageuniversum schnitten unter den Anlageklassikern **Renten** noch am besten ab (iBoxx Deutschland:

+1,3 %). Nachlassende Wachstumsdynamik bei gleichzeitig relativ moderater Teuerung sowie die Suche nach Sicherheit unterstützten deutsche Staatsanleihen trotz negativer US-Vorgaben.

Der Euro wertete 2018 gegenüber nahezu allen wichtigen Währungen ab. Besonders stark fiel das Minus gegenüber dem japanischen Yen aus. Der stärkere **US-Dollar** schlug sich nicht nur bei US-Aktien (S&P 500: lokal: +3,5 %; in Euro: +10,2 %), sondern auch bei **Gold** (lokal: –7,7 %; in Euro: –1,6 %) in der Performance auf Eurobasis positiv nieder. Rohstoffe kamen hierdurch leicht in die Gewinnzone (lokal: –4,8 %; in Euro: +1,3 %).

Aktien hatten 2018 klare Verluste zu verzeichnen (EURO STOXX 50: –5,6 %). Sie unterschritten somit auch die seit geraumer Zeit renditelosen **Geldmarktanlagen** (3M EUR: –0,3 %) deutlich. Neben nachlassender Wachstumsdynamik und geldpolitischer Wende machten sich bei den Dividendentiteln erhöhte politische Risiken bemerkbar.

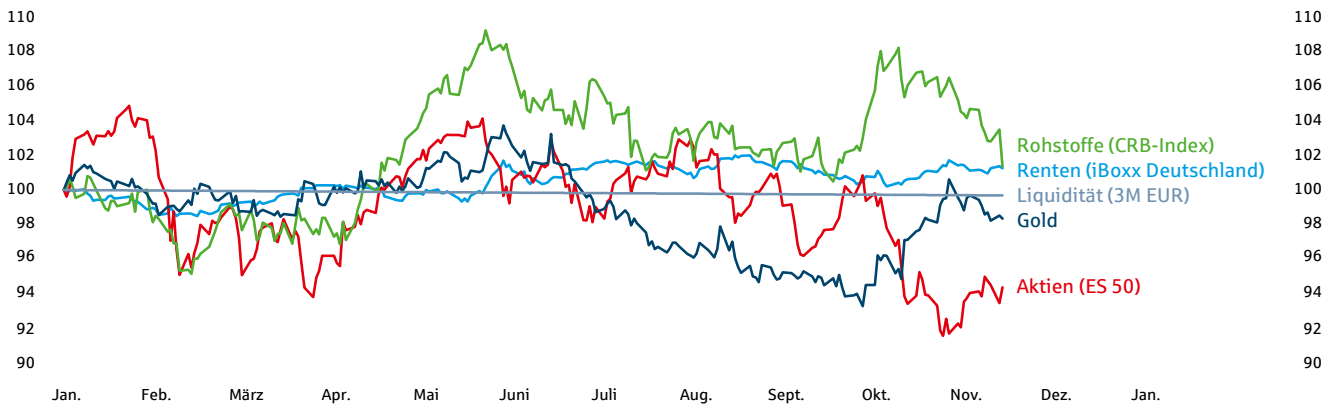
2018 hat einmal mehr gezeigt, dass das dollarbasierte Währungssystem, die Ölpreisentwicklung sowie die international wachsende Verschuldung und damit einhergehende Kapitalbewegungen immer wieder für Überraschungen gut sind.

Die hiermit verbundene systemische Instabilität hat erstmals seit längerer Zeit wieder zu Volatilitätsspitzen an den Kapitalmärkten geführt.

Heinrich Peters

Bescheidene Erträge bei erhöhter Volatilität

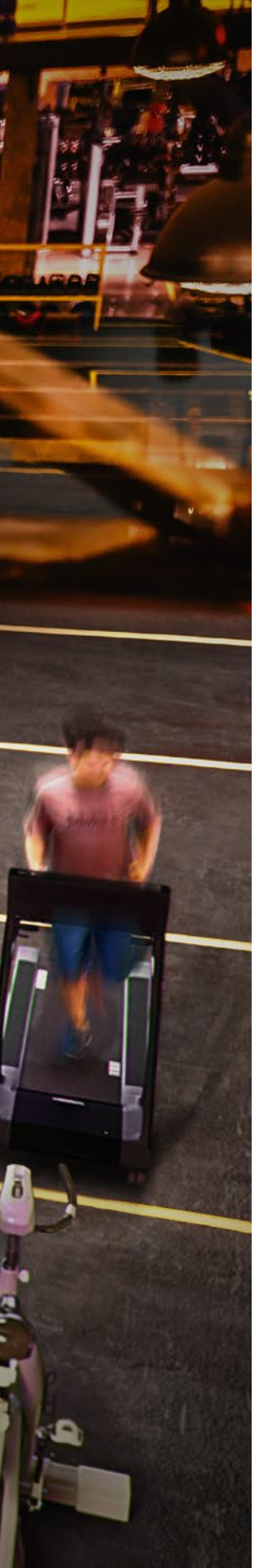
Indexiert, 02.01.2018 = 100, EUR



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Research



2 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.

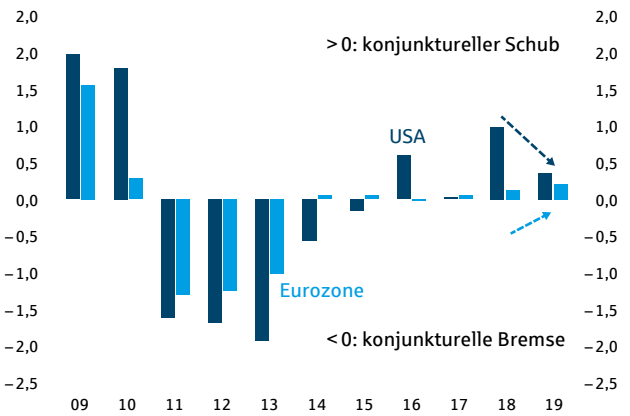
Im Euroraum und in Deutschland wird die laufende Eintrübung der Stimmungsindikatoren voraussichtlich in Kürze vorbei sein. Die konjunkturelle **Lage hellt sich 2019 auf**. Während in der Eurozone (und in China) der fiskalpolitische Stimulus tendenziell zunehmen wird, lässt er in den USA nach. Die von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

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.

Abflauender Rückenwind in den USA

Fiskalpolitischer Impuls*, %-Punkte des BIP

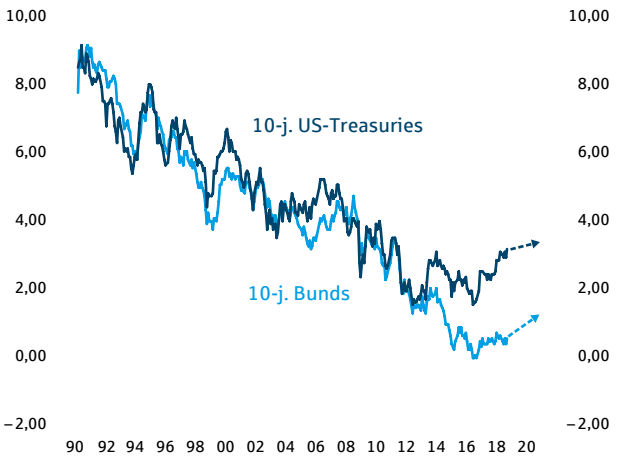


*Veränderung des strukturellen Primärdefizits des Gesamtstaates

Quellen: IWF, Helaba Volkswirtschaft / Research

Transatlantischer Spread engt sich ein

Rendite, %



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Research

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 wird 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.

Der **US-Dollar** gibt nach. Der zyklische Rückenwind für die US-Währung wird schwächer, 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. 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. Für den DAX ergibt sich ein fundamental abgeleitetes Band von 10.500 bis 14.000 Punkten. Gegen Jahresende dürfte er bei 13.200 Punkten notieren.

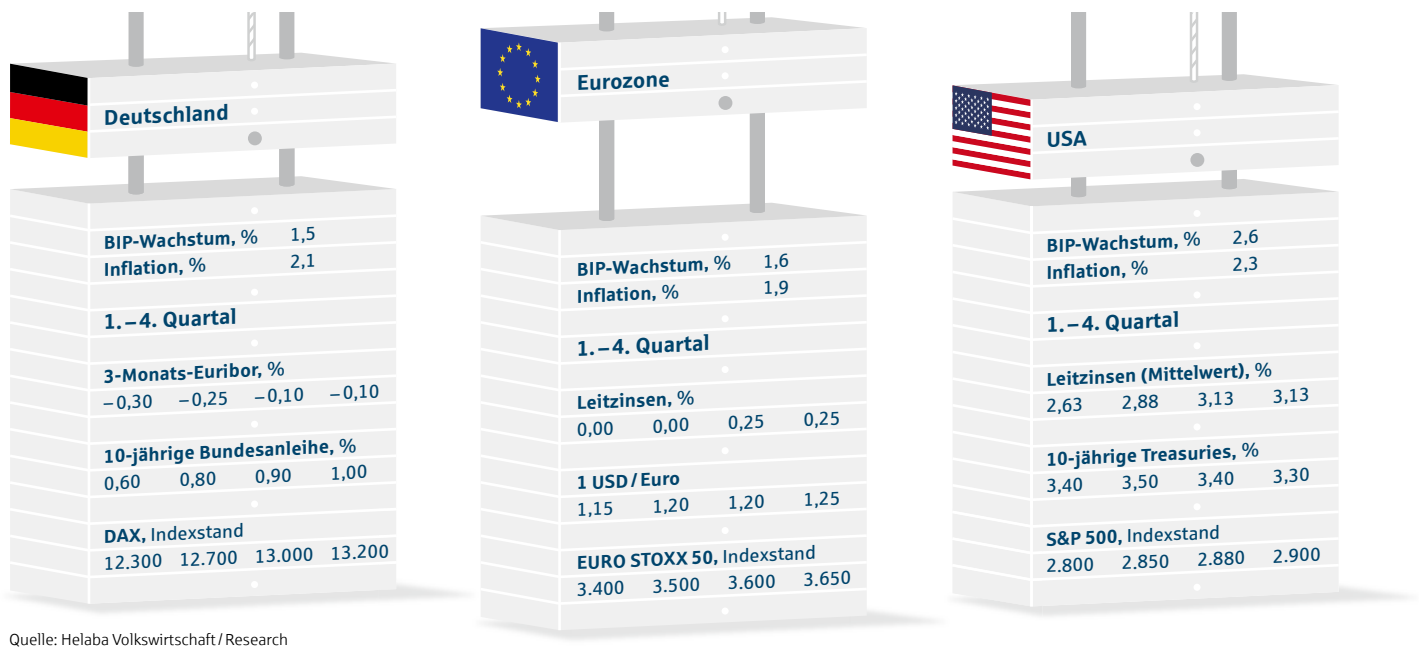
An vielen **Immobilienmärkten** sorgen niedrige Zinsen, das solide Wirtschaftswachstum sowie eine moderate Bautätigkeit für eine anhaltend positive Entwicklung bei Mieten und Kaufpreisen. Allerdings nehmen die in Teilmärkten schon bestehenden Überbewertungen weiter zu.

Gold dürfte im Bereich zwischen 1.200 und 1.400 US-Dollar/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.

Patrick Franke

Ausgewählte Prognosen für 2019



Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research



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.

2019 soll das Jahr werden, in dem deutsche Renten den Krisenmodus zumindest ansatzweise verlassen. 2018 verzeichneten sie 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

Die europäische Geldpolitik schwenkt um. Dies setzte bereits im ablaufenden Jahr mit dem angekündigten **Rückzug** beim Neuerwerb von Anleihen ein. Die EZB wird zum Jahresende 2018 einen Wertpapierbestand von rund 2,6 Billionen Euro halten. Auslaufende Titel werden durch neue ersetzt. Diskutiert wird am Markt u. a. die Wiederanlage fälliger Anleihen in länger laufende Papiere, um die Finanzierungsbedingungen noch weiter zu verbessern. Das halten wir für eher unwahrscheinlich, da dies die Zinskurve verflachen und den Anlagenotstand verstärken würde.

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, so dass es nicht „perfekte“ Bedingungen für eine Zinswende braucht.

Letztlich ist es so, dass die Vorteile der extrem expansiven Geldpolitik auslaufen und die Nachteile tendenziell zuneh-

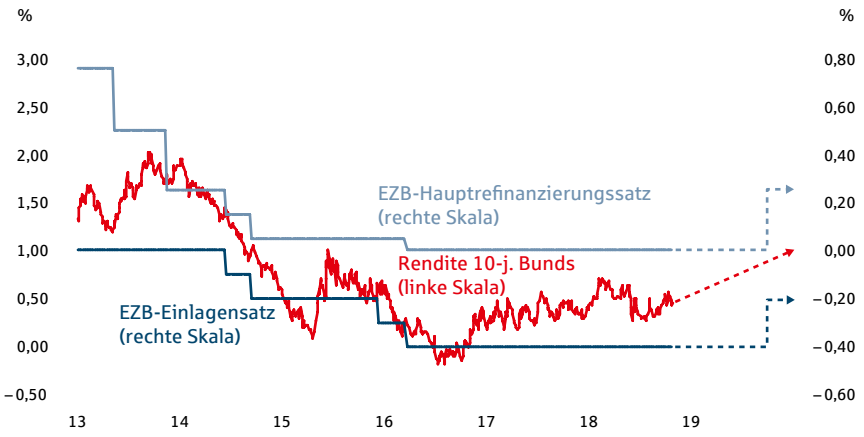
men, denn auf Dauer drohen durch Negativzinsen sowie das zementierte Niedrigzinsumfeld Probleme – insbesondere für die Alterssicherungssysteme. Der **negative Einlagensatz** kostet die Banken in der Eurozone Milliardenbeträge, während die US-Konkurrenz von den gestiegenen US-Zinsen profitiert. Zu den Gewinnern gehören in Deutschland Bund, Länder und Gemeinden. Sie können ihre Verschuldung zurückfahren. Allerdings stehen einer günstigen Finanzierung von Bauprojekten aufgrund fehlender Kapazitäten mittlerweile deutlich gestiegene Baukosten gegenüber.

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 Aufwärtstrends 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.

Prognose Ende …	Q2 / 2019	Q4 / 2019
3M Euribor	–0,25%	–0,10%
10j. Bundesanleihen	0,80%	1,00%
10j. US-Treasuries	3,50%	3,30%

Mehr Zinsprognosen auf Seite 85
Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

EZB beendet Hängepartie



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Research

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

Ulf Krauss



Instrumentarium der EZB: Maßnahmen gegen die Geldschwemme

Auf einem der Bildschirme öffnet sich das Fenster des Handelssystems. Kaufinteresse. Wieder ist es die Bundesbank. Wieder geht es um Bundesanleihen. Millionenbeträge. Der Händler gibt den Preis ein und kurz darauf ist das Geschäft abgeschlossen. So sieht der Alltag aus, in Frankfurt und an anderen Finanzplätzen der Eurozone.

Seit über drei Jahren kaufen Zentralbanken bei Geschäftsbanken Staatsanleihen und öffentliche Schuldverschreibungen, aber auch besicherte Wertpapiere und Unternehmensanleihen. Insgesamt befinden sich Ende 2018 Anleihen im Gegenwert von 2,6 Billionen Euro in den Depots des Eurosystems – bestehend aus Europäischer Zentralbank und 19 nationalen Notenbanken. Im Gegenzug bekommen Banken Zentralbankgeld gutgeschrieben – so viel, dass der Liquiditätsbedarf längst um ein Vielfaches überschritten wird. Die **Geldschwemme** verstärkt sich durch die langfristigen Refinanzierungsgeschäfte, mit denen im Repo-Markt Liquidität von über 700 Mrd. Euro zur Verfügung steht.

Bilanzverkürzung oder Passivtausch?

Mit fortgesetztem Wirtschaftswachstum und der Annäherung der Teuerung an das EZB-Ziel stellt sich die Frage nach dem Ausstieg aus der mengenmäßigen Geldpolitik. Die überschüssigen Reserven der Banken belaufen sich auf 1,9 Billionen Euro. Welche Maßnahmen verringern die Liquidität? Ist eine Rückabwicklung der Programme, d. h. eine **Bilanzverkürzung**, oder ein **Passivtausch** sinnvoll? Welche Vor- und Nachteile gibt es?

Jahre nach der Finanz- und Euro-Schuldenkrise ist der Interbankenmarkt noch immer gestört. Liquiditätsbedürfnisse verschiedener Marktteilnehmer werden primär durch das Eurosystem befriedigt, nicht durch Geschäfte untereinander. Dies führt zu einer Überversorgung des Sektors. Die Zentralbanker wollen die **Illiquidität** einzelner Akteure verhindern. Des Weiteren ist die **Zersplitterung** des Finanz- und Kreditmarktes ein Problem. Die lockere Geldpolitik erreichte die Peripherie lange Zeit nicht, weil nationale Risikoaufschläge dies verhinderten. Die Spread-Einengung war essenziell für die breite Entfaltung der stimulierenden Wirkung niedriger Zinsen. Ein dritter Grund für die mengenmäßige Lockerung ist, dass Hauptrefinanzierungssatz und Einlagenzins Niveaus erreicht haben, die nicht weiter gesenkt werden können, ohne das Geldsystem in Gefahr zu bringen. Anleihekäufe haben die **Finanzierungsbedingungen** zusätzlich gelockert.

Fülle von Instrumenten

Die Reduzierung der Wertpapierbestände könnte das Problem der Überschussreserven in einfacher Weise lösen. Eine unvollständige **Reinvestition** fällig werdender Anleihen wäre ein erster Schritt zur Abschmelzung des Portfolios. **Anleiheverkäufe** sind ebenfalls möglich. Beide Ansätze könnten aber obigen Absichten zuwiderlaufen. Der renditesteigernde Effekt wäre dabei das geringere Übel, da die Reduzierung der Anleihebestände in einen Zinserhöhungsprozess eingebettet wäre. Eine Spread-Ausweitung würde die Einheitlichkeit der Geldpolitik erneut gefährden und wäre nicht im Interesse der EZB. Eine intensivierte **Wertpapierleihe** erscheint nicht praktikabel, denn diese ist zwar ein etabliertes Instrument, aber kleinvolumig.

Die langfristigen **Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs) auslaufen** zu lassen kann ebenfalls einen Beitrag liefern. Zwischen Juni 2020 und März 2021 werden die TLTROs fällig. Schon jetzt können Banken frühzeitig tilgen.

Negative Auswirkungen auf die Peripheriespreads und die Finanzierung der Banken sind hierbei ein Risiko. Die Einführung von **Reverse Repos** könnte dieses Problem umgehen. Diese sind bisher aber nur als Feinsteuerungsinstrument vorgesehen. Darüber hinaus ist es eine Kostenfrage, denn den Marktteilnehmern müsste für die Überlassung der Liquidität ein Zins angeboten werden.

Die Normalisierung der Liquiditätsbedingungen ist kein Selbstzweck.

Um die Auswirkungen auf Spreads im Zaum zu halten, bietet sich ein Passivtausch an. Der Versuch, Liquidität längerfristig zu binden, kann durch **Termineinlagen**, die Begebung von **EZB-Schuldverschreibungen** oder einen erhöhten **Mindestreservesatz** erreicht werden. Letzteres ist jedoch nicht zielgenau und könnte einzelne Banken in Liquiditätsnöte bringen, was den Einsatz eher unwahrscheinlich macht. Termineinlagen wurden insbesondere von 2010 bis 2014 bereits genutzt und gehören zum bekannten Instrumentarium. Hier stellt sich wie auch bei EZB-Schuldverschreibungen die Kostenfrage. EZB-Papiere sind zwar in den Statuten vorgesehen, dürften aber auf politischen Widerstand stoßen. Einführung von Euro-Bonds durch die Hintertür?

Collateral- und **Zuteilungspolitik** sowie die Gestaltung der **Zinsdifferenz** zwischen Einlagen und Refinanzierung können den Prozess begleiten. Dies setzt aber einen funktionierenden Geldmarkt voraus und dürfte erst nach einer Verringerung der Überschussreserven zum Tragen kommen.

Die Normalisierung der Liquiditätsbedingungen ist kein Selbstzweck, sondern abhängig von der Notwendigkeit, obige Ziele zu erreichen. Mittelfristig dürfte die Reinvestitionspolitik das bevorzugte Mittel sein. 2019 wird es zunächst bei einem unveränderten Gesamtvolumen bleiben, sodass weiterhin Anleihen gekauft werden, um fällige Papiere zu ersetzen.

Und wieder öffnet sich das Bildschirmfenster …

Ralf Umlauf

Geldpolitische Instrumente der EZB

	EZB-Bilanz	Vorteile (+) / Nachteile (–)
TLTRO* beenden	Verkürzung	(–) Risiko von Finanzierungsengpässen bei Banken / 3M LTRO** / MRO*** als Gegengewicht
Wertpapier-Verkauf	Verkürzung	(–) hohe Signalwirkung / Renditeanstieg
Re-Investitionspolitik	Verkürzung	(–) langwierig / Renditeanstieg gedämpft
Reverse Repo (strukturell)	Verkürzung	(+) kurzfristig / (–) Kosten, neues Instrument
Wertpapier-Leihe	Passivtausch	(–) Kosten / zu kleinvolumig
Tenderpolitik (Zins / Menge; Vollzuteilung)	Verkürzung	(–) erst möglich bei funktionierendem Interbankenmarkt
Mindestreservesatz	Passivtausch	(+) renditeneutral / (–) mögliche Liquiditätsengpässe, ungenau
Spread Refinanzierung / Einlagen	Verkürzung	(–) erst bei geringer Überschussreserve
Collateral-Politik	Verkürzung	(–) Fragmentierungsrisiko
Term Deposits	Passivtausch	(–) Kosten / neuer Leitzins?
EZB-Wertpapiere	Passivtausch	(–) Kosten / politischer Widerstand / Euro-Bonds?

* TLTRO – zielgerichtete langfristige Refinanzierungsgeschäfte
** LTRO – langfristige Refinanzierungsgeschäfte
*** MRO – Hauptrefinanzierungsgeschäfte

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Covered Bonds

Bleiben in Bewegung

Die EZB dürfte an den Covered Bond-Märkten auch 2019 das Tempo hochhalten. Dennoch werden sich die Spreads mit Blick auf das dann beendete Ankaufprogramm moderat ausweiten.

Mit Ablauf des Jahres 2018 endet zwar das Ankaufprogramm der EZB. **Fälligkeiten aus dem gewaltigen Zentralbank-Bestand** werden jedoch bis auf weiteres wieder angelegt. Ende Oktober lagen immerhin rund 260 Mrd. Euro im Covered Bond-Portfolio der Währungshüter. Davon laufen 2019 Papiere im Wert von rund 23 Mrd. Euro aus. Dies entspricht immerhin ungefähr der Hälfte dessen, was 2018 in Käufe oder Wiederanlagen floss.

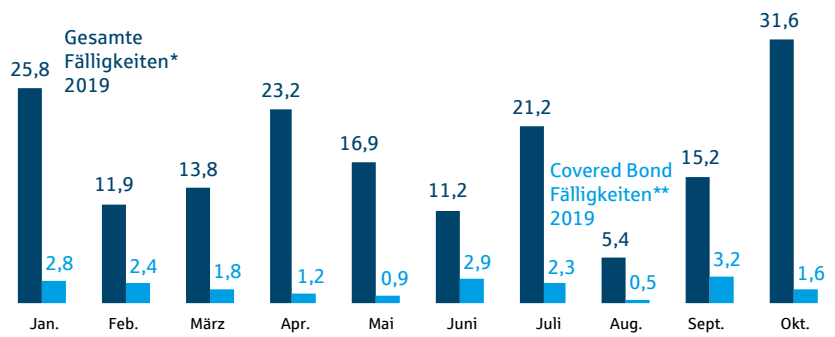
Damit spielen die Notenbanken weiterhin eine große Rolle für die Primär- und Sekundärmärkte.

Insgesamt erwarten wir für europäische Covered Bonds 2019 ein **Emissionsvolumen von rund 120 Mrd. Euro** und damit ein Angebot, das über die anstehenden Fälligkeiten von etwa 103 Mrd. Euro hinausgeht. Darunter werden sich wohl zunehmend Emissionen finden, deren Erlöse in grüne oder soziale Projekte fließen. Wir gehen davon aus, dass viele Geldhäuser weiterhin auf diese günstige Refinanzierungsart setzen. So dürfte es für einige Institute interessant sein, die Rückzahlung des kurzfristigen Refinanzierungsinstruments der EZB (TLTRO II) aus Covered Bond-Emissionen zu bestreiten. Zudem werden wahrscheinlich neue Emittenten, etwa aus den baltischen Ländern oder Asien, das Angebot bereichern.

Viele Investoren werden sich über die große Auswahl freuen, haben sie nach dem Rückzug der EZB doch endlich wieder Gelegenheit, am Markt aktiv zu werden. Zum einen haben sich Covered Bonds, allen voran der Pfandbrief, als krisenfest erwiesen und werden von Banken deshalb bei der Erfüllung der regulatorischen Kapital- und Liquiditätsanforderungen bevorzugt. Zum anderen dürften **steigende Spreads** das Produkt wieder attraktiver machen. So wird sich der schrittweise Abschied der EZB auch an steigenden Renditen ablesen lassen. Hohe politische und wirtschaftliche Risiken könnten **den Peripherieländern zwar ausgeprägtere Auf und Abs bescheren**. Covered Bond-Märkte mit soliden Emittenten, wirtschaftlich guten Rahmenbedingungen und hohen Bonitäten dürfen dagegen mit geringeren Spread-Ausweitungen rechnen. Für die Papiere der Kernmärkte erwarten wir daher vom derzeit niedrigen Niveau nur einen mäßigen Anstieg der Risikoaufschläge von 5 bis 10 Basispunkten.

EZB-Wiederanlagen halten Covered Bond-Märkte auf Trab

Fälligkeiten aus EZB-Ankaufprogramm 2019, Mrd. EUR



* Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP)
** Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3)

Quellen: EZB, Helaba Volkswirtschaft / Research

Sabrina Miehs

Bankanleihen

Vor schwierigem Balanceakt

Das relativ solide wirtschaftliche Umfeld sollte die Bonität europäischer Banken stützen. Allerdings dürften die Zeiten wachsender Eigenkapitalquoten allmählich zu Ende gehen.



Der **Kreditzyklus befindet sich in einer reifen Phase**. Der Margenwettbewerb nimmt stetig zu. Typischerweise besteht in solchen Phasen das Risiko, dass die Institute Qualitätsabschläge im Neugeschäft hinnehmen. Der bevorstehende moderate Zinsanstieg dürfte sich zwar positiv auf die Erträge auswirken, aber tendenziell auch zu gegenüber dem zuletzt niedrigen Niveau steigenden Kreditausfällen und anderen Wertberichtigungen führen. Parallel dazu werden sich die Bondanleger angesichts der verbesserten Eigenkapitalausstattung an weiter steigende Ausschüttungen und Aktienrückkäufe gewöhnen müssen.

Verbesserte Kapitalquoten

Immerhin ist der Sektor robust aufgestellt. Die meisten Banken haben ihre Hausaufgaben gemacht und Bail-in-Kapital aufgebaut. Bei der Profitabilität bestehen jedoch europaweit enorme Unterschiede. Wir führen dies insbesondere auf abweichende strukturelle, politische und regulatorische Rahmensetzungen zurück. Einige Banken haben weiterhin mit hohen Beständen an notleidenden Krediten zu kämpfen. Verbunden mit teils schwachen Geschäftsmodellen sehen wir in diesen **strukturellen Divergenzen** ein Haupthindernis für grenzüberschreitende Fusionen.

Im Standardgeschäft ist die **Disruption der Geschäftsmodelle** durch den Markteintritt von BigTechs, wie Amazon und Google, bereits in vollem Gange. Der technische Wandel birgt aber auch Chancen zur Effizienzsteigerung. Aus unserer Sicht werden mittelfristig die Häuser als Gewinner hervorgehen, die heute aus einer Position der Stärke heraus agieren und dank hoher Gewinne die enormen Investitionen gut stemmen können.

> *Die Digitalisierung stellt den Sektor vor enorme Herausforderungen.*

Die **Emissionen** erstrangig unbesicherter Bankanleihen **dürften 2019** im Vorjahresvergleich **zunehmen**. Zum einen wird der Bedarf nach bail-in-fähigen Bonds anhalten. Hinzu kommen steigende Fälligkeiten. Ferner könnten die ab Juni 2020 auslaufenden TLTRO-Programme der EZB schon 2019 zu Vorfinanzierungen führen. Insbesondere italienische und spanische Banken haben sich umfangreich an diesen Programmen beteiligt. Bei den Spreads gehen wir gemäß unserer Erwartung einer soliden Bonitätsentwicklung nur von einem leichten Anstieg vom derzeit noch immer niedrigen Niveau aus.

Dr. Susanne E. Knips



Unternehmensanleihen

Corporates mit Kraftreserven

Aufgrund der guten Ertragsentwicklung der letzten Jahre weisen europäische Corporates gegenwärtig ein noch überschaubares Schuldenniveau auf. Wir halten 2019 eine weitere Entspannung wichtiger Kreditkennzahlen für wahrscheinlich und erwarten lediglich moderat steigende Risikoprämien.

Seit die EZB das Ende ihres Ankaufprogramms eingeläutet hat, haben sich die Spreads bei Euro-Unternehmensanleihen merklich ausgeweitet. Wie die jüngsten Gewinnwarnungen zeigen, macht sich auch im fundamentalen Umfeld Ernüchterung breit. Diese Phase der Unsicherheit dürfte zunächst anhalten und für einen **weiteren Anstieg der Risikoaufschläge** bei Unternehmensanleihen sorgen.

Allerdings befinden sich die **Bilanzen** der meisten europäischen Firmen gegenwärtig **in recht gesunder Verfassung**. Für die rund 400 Corporates des STOXX Europe 600 lag das Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA zum Ende des zweiten Quartals 2018 beim 2,1-Vielfachen und damit rund 0,5 Punkte unter dem Höchststand von 2016. Zwar sind die Schuldenberge der Unternehmen in den letzten Jahren munter weitergewachsen. Die operativen Erträge haben sich allerdings deutlich stärker verbessert. Im Ergebnis entspricht der dynamische Verschuldungsgrad der STOXX Non-Financials aktuell in etwa dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre.

> *Die meisten europäischen Unternehmen haben derzeit sehr robuste Bilanzen.*

Die Unternehmen haben sich aufgrund der sehr günstigen Refinanzierungssätze in den vergangenen Jahren bereits kräftig mit Liquidität versorgt. Deshalb können sie in nächster Zeit recht entspannt auf den Kreditmärkten agieren. Außerdem dürfte die **gestiegene Innenfinanzierungskraft** die meisten Gesellschaften in die Lage versetzen, einen erheblichen Teil der Investitions- und Dividendenabflüsse vorerst aus dem operativen Cashflow zu bestreiten. Unserer Schätzung nach werden sich die Unternehmensschulden 2019 daher allenfalls im Rahmen des langfristigen Trends erhöhen.

Zudem dürfte das Wachstum der Weltwirtschaft einen weiteren Anstieg der Unternehmensgewinne ermöglichen. Eine robuste Entwicklung der Kreditprofile europäischer Unternehmen mit leicht sinkenden Verschuldungsquoten bleibt daher das wahrscheinlichste Szenario. Selbst wenn die vorsichtigsten der von Bloomberg befragten Analysten mit ihren Gewinnschätzungen für 2019 Recht behalten, ergäbe sich für das STOXX Non-Financials-Universum nur ein **geringer Leverage-Anstieg** um das 0,1-Fache. Unserer Rechnung nach müssten die operativen Erträge der Unternehmen um ganze 15 % fallen, um die Spitzenverschuldungsquoten von 2016 wieder zu erreichen.

Moderate Spread-Ausweitung wahrscheinlich

Wir erwarten daher bei Euro-Corporate Bonds für das kommende Jahr nur einen moderaten Anstieg der Risikoprämien. So dürften sich die Asset Swap Spreads des **iBoxx Non-Financials im Bereich um 90 Basispunkte** bewegen. Insgesamt spricht aber vieles dafür, dass die Refinanzierungskosten der Unternehmen im historischen Vergleich auf niedrigem Niveau bleiben.

Davon dürfte im kommenden Jahr auch der Primärmarkt für Euro-Corporate Bonds profitieren. Aufgrund des begrenzten Refinanzierungsbedarfs europäischer Emittenten rechnen wir zwar nicht mit Spitzenvolumina. Die hohe Zinsdifferenz zum US-Dollar-Raum macht die Kapitalaufnahme in Euro allerdings für viele Emittenten aus Übersee unverändert attraktiv. In der Summe halten wir ein **Neuemissionsvolumen** in der Größenordnung von **300 Mrd. Euro** für plausibel.

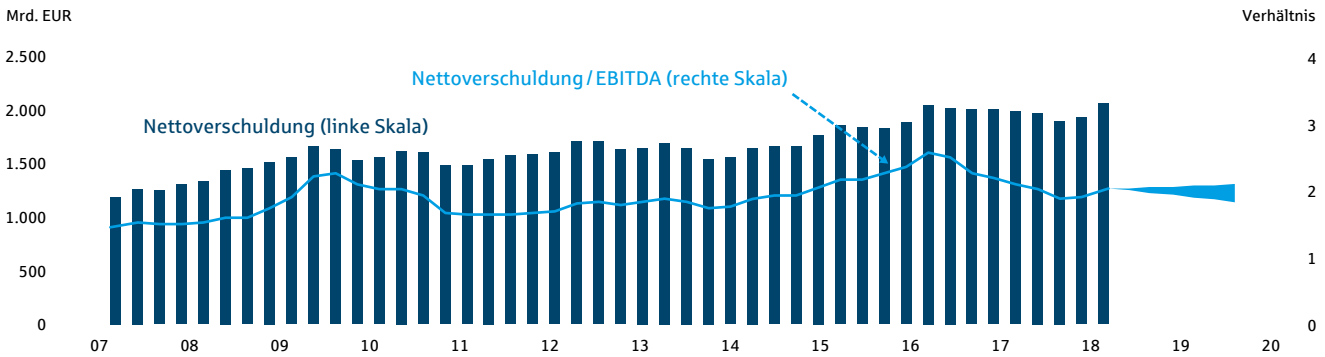
Ein zunehmender Teil neuer Titel könnte als **Green Bonds** emittiert werden, deren Erlöse in nachhaltige und klimafreundliche Projekte fließen. Schließlich wollen immer mehr Menschen nicht nur Rendite optimieren, sondern auch gesellschaftliche Verantwortung übernehmen. Das Thema Klimawandel bietet hierfür eine willkommene Gelegenheit. Laut OECD müssen in den nächsten Jahren gigantische 100 Billionen US-Dollar in die globale Infrastruktur investiert werden, um die Ziele des Pariser Klimaabkommens zu erreichen.

Gleichzeitig sind viele Investoren zu der Erkenntnis gelangt, dass Nachhaltigkeitsrisiken auch für die Wirtschaft an Bedeutung gewinnen, und berücksichtigen diese stärker bei ihrer Disposition. Dies freut die Umwelt, aber auch kapitalsuchende Unternehmen, die sich mit grünen Finanzinstrumenten günstige Konditionen sichern, die Investorenbasis erweitern und ihr Bekenntnis zu umweltfreundlichem Wirtschaften öffentlichkeitswirksam dokumentieren können.

Auch am Schuldschein- und Pfandbriefmarkt sind immer häufiger grüne Emissionen zu beobachten.

Ulrich Kirschner, CFA

Unternehmensverschuldung* bleibt im Rahmen



* Non Financials des STOXX Europe 600

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft / Research

Aktien

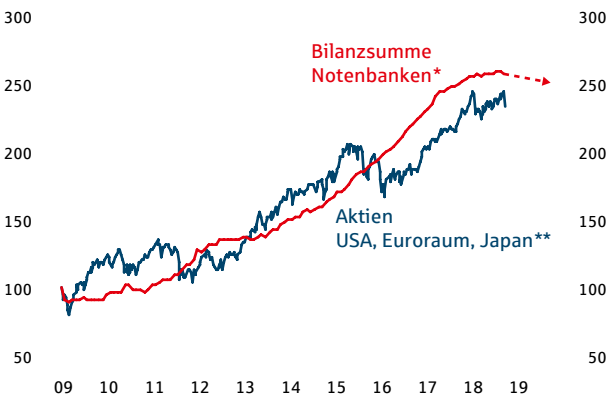
Favoritenwechsel

Für Aktienanleger eröffnen sich 2019 interessante Chancen. Aber nicht alle Indizes sind gleichermaßen attraktiv. Während US-Titel das Beste bereits hinter sich haben, überwiegt bei Euro-Aktien das positive Überraschungspotenzial.

Auch für Bullenmärkte gilt: Es kommt nicht in erster Linie aufs Alter an, sondern auf die Fitness! Weltweit zeigten sich im laufenden Jahr bei Aktien bereits deutliche Ermüdungserscheinungen. Immer mehr Indizes rutschten in die Verlustzone. Manche – wie das chinesische Börsenbarometer – befinden sich nach Kursrückgängen von mehr als 20 % bereits in einem Bärenmarkt. 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.

Weniger Liquidität auch für Aktienmärkte

Indexiert: 31.12.2008 = 100



* Federal Reserve, Europäische Zentralbank und Bank of Japan; in Landeswährung
** S&P 500, EURO STOXX, Nikkei 225; in Landeswährung

Quellen: Bloomberg, Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Research

US-Titel mit Gewichtsproblemen

Noch bis Anfang Oktober markierten die US-Leitindizes trotz hoher Bewertungen ein Rekordhoch nach dem anderen. Dabei befinden sich die USA seit Dezember 2015 in einer Phase **steigender Leitzinsen**. Außerdem hat die Fed bereits Ende 2017 damit begonnen, ihren Wertpapierbestand abzuschmelzen. Dass die Wall Street dem geldpolitischen Gegenwind so lange trotzte, lag wohl auch an den Steuerentlastungen, die zu einer Niveauanpassung bei den Nettoergebnissen der Unternehmen führten. Gleichzeitig kauften US-Unternehmen in erheblichem Ausmaß eigene Aktien zurück, wodurch der Gewinn pro Aktie zusätzlich angehoben wurde. Dennoch blieben die Bewertungen deutlich oberhalb des langfristigen Normalbandes.

Offenbar weckten Deregulierungsfantasie und „America First“ **überzogene Erwartungen**. Immerhin bewegen sich die konjunkturellen Stimmungsindikatoren in den USA, anders als in vielen anderen Industrieländern, bis zuletzt nahe zyklischer Höchstwerte. Die Schattenseiten der



US-Wirtschaftspolitik wurden dagegen lange von den Marktteilnehmern ignoriert.

Mit den Kurskorrekturen bei US-Aktien hat sich die akute **Überhitzung abgebaut**. Wirklich günstig sind US-Titel aber noch nicht. So bewegt sich der S&P 500 gegenwärtig am oberen Rand des langfristigen Normalbandes. Gerade für konservative US-Anleger stellen 10-jährige US-Staatsanleihen jenseits einer Rendite von rund 3 % inzwischen eine Alternative zu Dividendentiteln dar. Die wesentlichen Treiber der US-Hausse haben sichtbar an Kraft verloren – nicht gerade die besten Voraussetzungen, um noch nachlegen zu können. Trotz einer sich abzeichnenden zyklischen Verlangsamung wird das Bruttoinlandsprodukt aber 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.

> *Die Verlierer von gestern dürften sich als die Gewinner von morgen entpuppen und umgekehrt!*

DAX fit für 2019

Die Blue-Chip-Indizes aus dem Euroraum DAX und EURO STOXX 50 bildeten ähnlich wie viele andere der weltweiten Börsenbarometer bereits im Januar 2018 ihren Gipfel aus. Sie

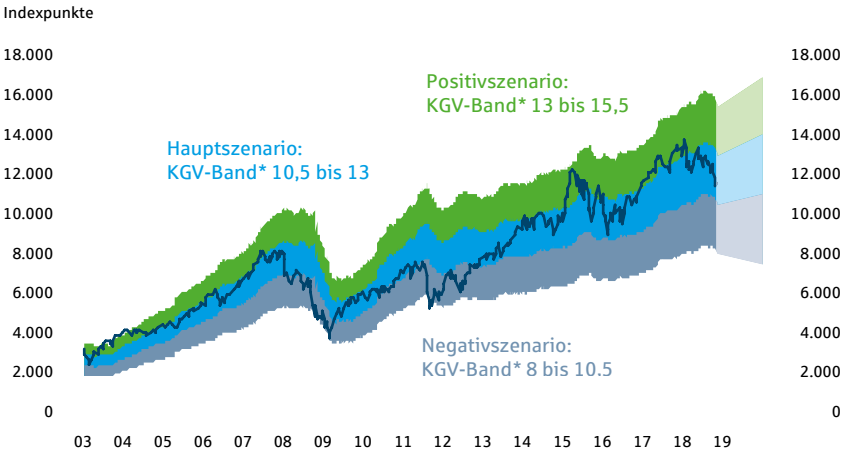
folgten damit nahezu idealtypisch dem zyklischen Muster früherer Phasen mit rückläufigen Konjunkturindikatoren. In Erwartung eines weniger dynamischen Wirtschaftswachstums haben die Marktteilnehmer in den vergangenen Monaten auch ihre zeitweilig überzogenen Gewinnerwartungen reduziert. Trotz dieser Abwärtsrevisionen haben EURO STOXX 50 und DAX auf Basis der gängigsten Kennziffern inzwischen ein **faires Niveau** erreicht.

Prognose Ende …	Q2/2019	Q4/2019
DAX	12.700	13.200
EURO STOXX 50	3.500	3.650
S&P 500	2.850	2.900

Mehr Aktienmarktprognosen auf Seite 85
Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Für einen neuen Aufschwung beim DAX reicht dies alleine vermutlich aber noch nicht aus. In der Vergangenheit endeten ausgeprägte Korrekturbewegungen erst dann, wenn sich auch ein Ende der Abwärtsbewegung bei wichtigen konjunkturellen Frühindikatoren wie ifo-Geschäftsklima oder ZEW-Index abzeichnete. Angesichts des noch vergleichsweise hohen Niveaus dieser Indikatoren ist eine **Wende zum Positiven** wohl erst für das Frühjahr 2019 zu erwarten.

DAX: Kurschancen überwiegen



* Basierend auf Gewinnschätzungen für die kommenden 12 Monate

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Research

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 einer zyklischen Erholung, die mit verbesserten Perspektiven für die Unternehmensgewinne einhergeht. Zudem besteht dann auch wieder Spielraum für eine moderate Bewertungsexpansion. Insgesamt ergibt sich daraus eine fundamental abgeleitete Kursspanne für den DAX von 10.500 bis 14.000 Punkten. Gegen Jahresende dürfte er bei 13.200 Punkten notieren. Das Chance-Risiko-Profil hiesiger Dividendentitel ist damit deutlich attraktiver als das der US-Pendants.

Markus Reinwand, CFA

Nur die inneren Werte zählen!

Die Grundlage einer erfolgreichen Anlagestrategie ist es, unterbewertete Vermögensgegenstände zu kaufen und überbewertete zu verkaufen. So weit, so gut! Wann aber sind Aktien billig, wann teuer und warum fällt es oft so schwer, auf fundamentale Faktoren zu setzen?

Anstatt eine Bewertung im eigentlichen Sinne vorzunehmen, neigen wir Menschen aus Vereinfachungsgründen dazu, den aktuellen Aktienkurs oder Indexstand mit historischen Notierungen zu vergleichen. Diese sogenannten **Preisanker** können allerdings in die Irre führen, denn der Preis ist eben nicht gleichzusetzen mit dem Wert. So kann eine Aktie trotz eines niedrigen Preises teuer sein, wenn nämlich die Unternehmensgewinne dauerhaft schrumpfen oder sogar rote Zahlen geschrieben werden.

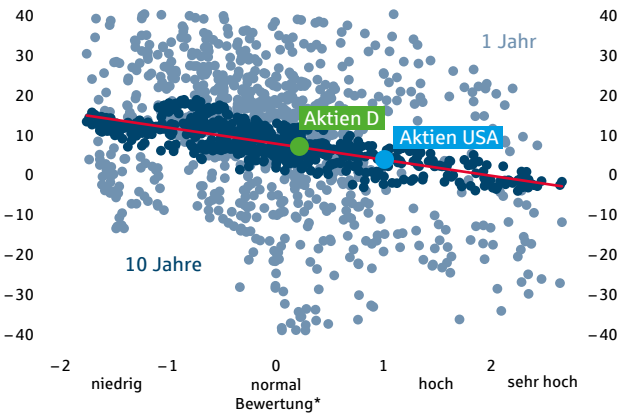
Um Aufschluss über den angemessenen Preis (den inneren oder fairen Wert) zu erhalten, setzt man daher den Kurs ins Verhältnis zu **Erfolgsgrößen** wie dem Unternehmensgewinn (Kurs-Gewinn-Verhältnis, KGV) oder dem Zahlungsmittelüberschuss eines Unternehmens (Kurs-Cashflow-Verhältnis, KCV). Zudem kommen substanzorientierte Kennzahlen wie das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) zum Einsatz.

Jede einzelne dieser Maßzahlen hat ihre Vor- und Nachteile. Daher haben wir sie miteinander kombiniert. Der so konstruierte **Bewertungsindikator** liefert zuverlässigere Hinweise über die Preiswürdigkeit von Aktienindizes. Gegenwärtig sind US-Titel demnach noch vergleichsweise hoch, deutsche Aktien dagegen angemessen bewertet.

Was bedeutet dies für die Renditechancen der jeweiligen Indizes? Überprüft man, wie sich Aktienindizes in der Vergangenheit auf Sicht von einem Jahr in Abhängigkeit vom Bewertungsniveau zum Einstiegszeitpunkt entwickelten (hellblaue Punkte), zeigt sich, dass allein die Bewertung für das Timing nicht ausreicht: Egal ob günstig oder teuer – kurzfristig ist (fast) alles möglich!

Bewertung setzt sich durch

Kursveränderung, % p. a



* KGV, KCV, KBV: Abweichung vom Mittelwert in Standardabweichungen

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Research

Warum ist das so? Märkte neigen augenscheinlich zu **Übertreibungen**. Das bedeutet, zeitweilig können sich Aktien weit vom fairen Wert entfernen. Ein Grund hierfür liegt im sogenannten Herdentrieb. Der Mensch fühlt sich eben in Gesellschaft am wohlsten. Daher handelt er prozyklisch, getreu dem Motto: Was gestern gestiegen (gefallen) ist, wird auch morgen steigen (fallen).

Je länger der **Anlagehorizont**, desto stärker setzt sich aber das Bewertungsargument durch. Für eine Haltedauer von beispielsweise zehn Jahren zeigt sich ein sehr enger negativer Zusammenhang zwischen Bewertungsniveau zum Zeitpunkt des Kaufs und den darauf folgenden Kurssteigerungen (dunkelblaue Punkte). Demnach bieten deutsche Aktien für den langfristig orientierten Anleger derzeit deutlich bessere Ertragschancen als die bislang von vielen favorisierten US-Titel.

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

Markus Reinwand, CFA



Rohstoffe und Gold

Stabilisierung bei Rohstoffen

Aussichten verhalten positiv

Das angespannte Handelsklima vor allem zwischen China und den USA dürfte auch 2019 die Perspektiven für Rohstoffe dämpfen. Gleichzeitig gibt das **Reich der Mitte** als wichtigster Rohstoffverbraucher bei tendenziell eher nachlassender Rohstoffintensität **allein strukturell weniger positive Nachfrageimpulse**. Als Gruppe werden dabei die vom Hauptabnehmer China besonders abhängigen Industrierohstoffe wohl wieder stärker betroffen sein. Unterdessen hält die US-Notenbank zunächst an ihrem Straffungskurs fest. Die Annahme insgesamt günstiger Finanzierungsbedingungen erscheint für den Rohstoffsektor fragwürdig. **Finanzinvestoren** dürften sich auch daher zumeist eher defensiv verhalten.

Andererseits versuchen **OPEC und Russland** wie auch **Produzenten im Metallsektor** die Preise über eine **Angebotssteuerung** zu stabilisieren. Aufgrund insgesamt relativ entspannter Verhältnisse an den physischen Märkten dürften aber eher die Zweifel am Erfolg dieser Strategie selbst unter Finanzinvestoren hoch bleiben. Als zumindest zeitweilig preistreibender Faktor könnten sich allerdings nicht nur für einzelne Agrarrohstoffe die Wetterverhältnisse 2019 erweisen.

> *Idealtypisch stoßen Rohstoffpreise an die Decke, wenn die Wirtschaftsdynamik abflacht. Sie können dann durchaus noch etwas zulegen. Durchgreifende Nachfrageimpulse und wesentlich höhere Preise aufgrund eines massiv anziehenden Verbrauchs sind in der Regel aber nicht mehr zu erwarten.*

Mineralölmärkte weitgehend ausbalanciert

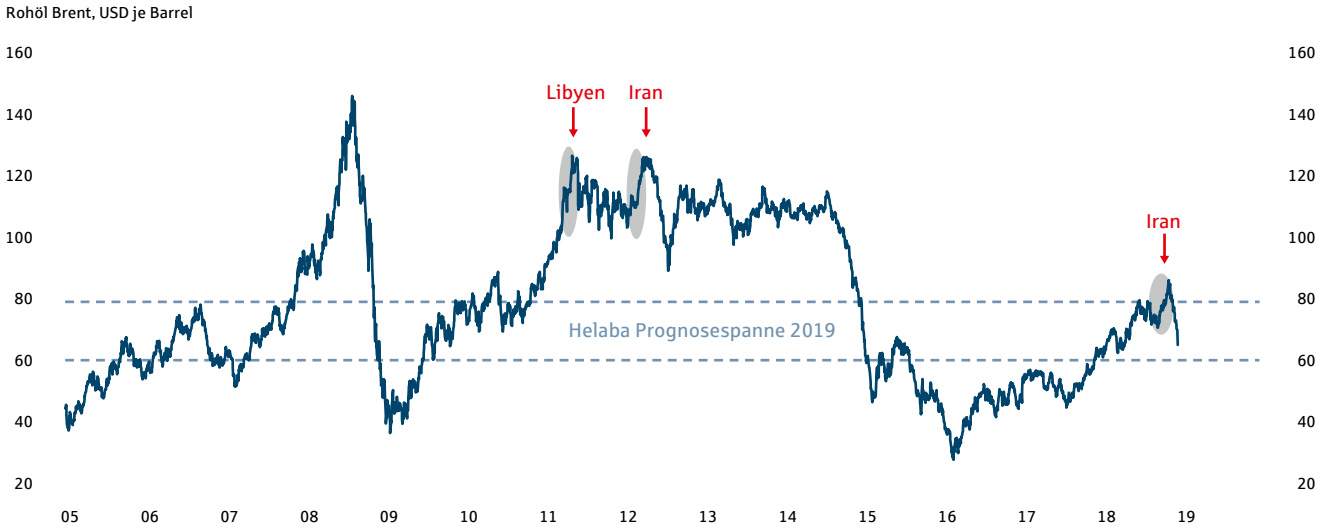
Die Mineralölpreise werden 2019 bei nachlassenden Angebotsrisiken mehr oder weniger einen Seitwärtskurs beschreiten. Der Wahrnehmungswechsel von der Angebots- auf die Nachfrageseite dürfte an den Mineralölmärkten 2019 nicht nur wegen möglicher negativer Auswirkungen des Handelskonflikts anhalten. So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

Prognose Ende …	Q2 / 2019	Q4 / 2019
Brentöl USD / bbl	75	74
Gold USD / oz	1.300	1.280

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

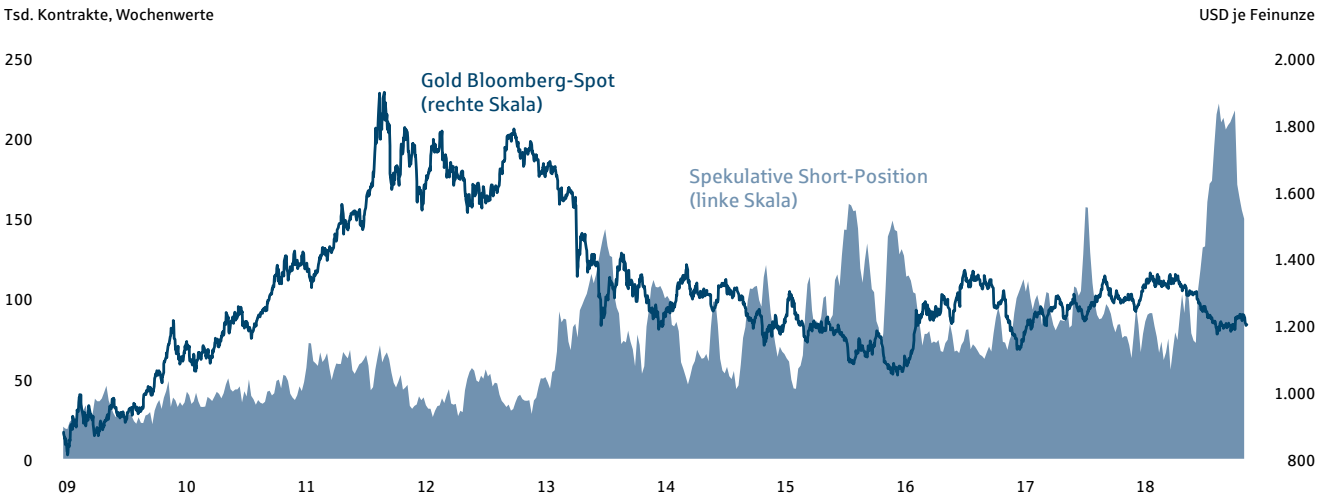
2019 dürften die **Preisschwankungen** auch im Zuge des Erwartungsmanagements der OPEC und des Nachfrageverhaltens Chinas trotz der relativ entspannten Verhältnisse an den physischen Märkten vorerst ausgeprägt bleiben. Dabei wird sich die zuletzt weitgehend abgeschmolzene geopolitische Prämie wohl kaum noch einmal so stark aufbauen wie 2018, zumal auch die Lieferausfälle verschiedener OPEC-Länder wohl eher geringer werden.

Geopolitische Risikoprämie bei Rohöl nicht von Dauer



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft / Research

Historisch hohe Short-Positionen bei Gold



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gold mit überschaubarem Potenzial

Angesichts wieder günstigerer Perspektiven sogenannter Risikoanlagen, wie Aktien und Unternehmensanleihen, dürfte das Potenzial von Gold begrenzt sein.

Das gelbe Metall dürfte 2019 im Bereich zwischen 1.200 und 1.400 US-Dollar/Feinunze relativ gut abgesichert sein. Hierfür spricht neben den weiterhin moderaten US-Realzinsen und einem weniger festen US-Dollar vor allem die Marktpsychologie. So haben sich die Wetten der nichtkommerziellen Marktteilnehmer gegen Gold bis zuletzt auf extrem hohem Niveau bewegt. Schließlich spricht die inzwischen wieder günstigere Charttechnik für eine gewisse Erholung der Notierungen.

Bremsfaktoren wie Währungsschwäche in diversen Schwellen- und Entwicklungsländern und damit notwendige Liquiditätsschaffung und Kaufzurückhaltung gegenüber Gold verlieren 2019 zwar an negativer Wirkung, die weiteren US-Zinserhöhungen und die geldpolitische Wende der EZB dürften jedoch noch dämpfen. Vor allem aber sprechen die im Jahresverlauf 2019 voraussichtlich wieder erhöhten Chancen sogenannter Risikopapiere, wie Aktien und Unternehmensanleihen, gegen eine massive Erholung der Goldnotierungen.

Heinrich Peters



Immobilien

Reif, aber nicht altersmüde

Der Aufschwung am Immobilienmarkt geht ins zehnte Jahr. Damit befindet er sich gemessen an historischen Erfahrungen in einer reifen Phase. Doch Immobilienzyklen sterben nicht an Altersschwäche. Weiter niedrige Zinsen und das robuste Wirtschaftswachstum halten die Immobilienbranche 2019 fit.

Der erwartete Zinsanstieg bei 10-jährigen deutschen Staatsanleihen bis Jahresende 2019 auf 1% hat nicht die Qualität, den Aufschwung am deutschen Immobilienmarkt abzuwürgen. Die Assetklasse bleibt insbesondere gegenüber festverzinslichen Anlagen relativ attraktiv. Angesichts nach wie vor **knapper Anlagemöglichkeiten** dürften Immobilienwerte in Deutschland und in vielen anderen europäischen Ländern weiter zulegen.

Weniger günstig sieht die Lage in den USA aus, wo deutlich höhere Renditen am Rentenmarkt dem Investor bereits Anlagealternativen bieten. Der britische Immobilienmarkt hatte sich zwar schnell von der Delle nach dem Brexit-Referendum erholt, könnte aber je nach Ausgang der Brexit-Verhandlungen 2019 nochmals unter Druck geraten.

Büro- und Logistikimmobilien weiter dynamisch

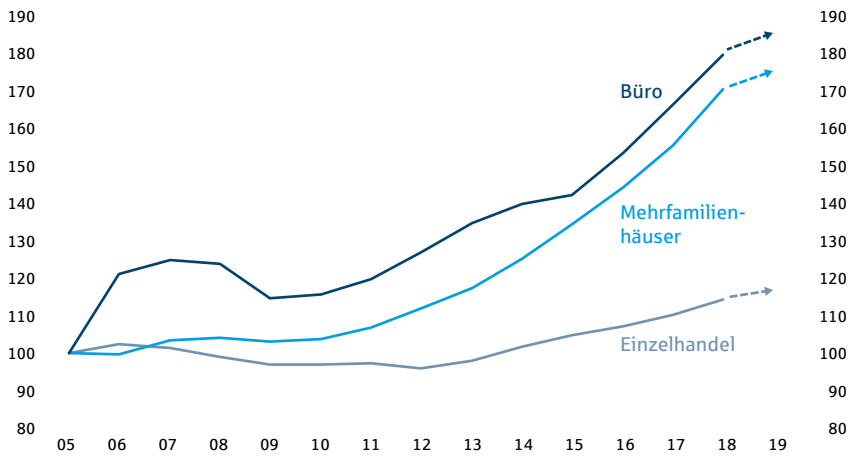
Am deutschen Büromarkt sorgen die robuste Konjunktur und steigende Beschäftigung für eine hohe Flächennachfrage. Schwieriger ist dagegen die Vermietungssituation im Einzelhandel – vor allem in Teilmärkten, die stärker vom zunehmenden Onlinehandel betroffen sind. Kehrseite der Medaille ist die kräftige Nachfrage nach Logistikimmobilien. Bei moderater Bautätigkeit und guter Nachfrage werden auch im kommenden Jahr in vielen Segmenten des gewerblichen Immobilienmarktes die **Mieten steigen und die Leerstände zurückgehen**. An einigen Top-Bürostandorten sind bei Leerstandsraten von 2 % bis 4 % Büroflächen bereits knapp. Da die Immobilienwerte 2019 tendenziell erneut stärker als die Mieten zunehmen, nimmt die ohnehin bereits **hohe Bewertung** vieler Immobilien weiter zu.

Offene Immobilienfonds en vogue

Die Performance offener Immobilienfonds wird sich 2019 wenig ändern. Insgesamt sollte die Mehrzahl der Anlageobjekte in den Portfolios weiter aufwerten, das Ausmaß könnte lediglich bei etwas schwächerer gesamtwirtschaftlicher Entwicklung und im Umfeld leicht steigender Zinsen etwas niedriger ausfallen. Für den Durchschnitt der großen

Immobilienwerte in Deutschland sprinten weiter

vdp Immobilienpreisindex Deutschland, Kapitalwerte, Jahresdurchschnitt 2005 = 100



Quellen: vdp, Helaba Volkswirtschaft / Research

Wege. Für 2019 ist daher mit etwa 320.000 Wohnungsfertigstellungen zu rechnen – mehr als im Jahr zuvor, aber immer noch zu wenig, um den Anstieg der Wohnimmobilienpreise spürbar zu verlangsamen.

Gegen Wohnungsnot hilft keine Mietpreisbremse, sondern nur mehr Neubau.

Dr. Stefan Mitropoulos

Publikumsfonds rechnen wir mit einer Jahresrendite um 2 ½ %. Damit wäre der Abstand zu festverzinslichen Kapitalanlagen noch hinreichend hoch, um einen fortgesetzten Mittelzufluss zu garantieren.

Anhaltende Wohnungsknappheit

Die vielfältigen wohnungspolitischen Aktivitäten werden den Preisanstieg am deutschen Wohnungsmarkt 2019 nicht stoppen. Denn Maßnahmen wie Baukindergeld oder verschärfte Mietpreisbremse sind nicht geeignet, zusätzlichen Wohnraum zu schaffen. Mehr sozialer Wohnungsbau mag zielgerichtet sein, erreicht aber nicht die Größenordnung, um für eine Entspannung zu sorgen. Vor allem die stark **ausgelasteten Kapazitäten** in der Bauwirtschaft und die Knappheit an Bauland stehen kurzfristig einer deutlich höheren Bautätigkeit im

Prognose	2018s	2019p
Helaba OIF-Index*, % gg. Vj.	2,6	2,4

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

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Devisen

US-Dollar macht schlapp

Das rosige Dollar-Umfeld wird sich verschlechtern, „America First“ gilt nicht mehr am Devisenmarkt. Ihrem Zwischenspurt wird die US-Währung Tribut zollen. Der zyklische Rückenwind nimmt im Verlauf von 2019 ab. Haushalts- und Handelspolitik lassen Zweifel an der Form des US-Dollar wachsen. Da der Euro allmählich wieder Tritt fasst, dürfte die US-Währung verlieren.

Der nicht zuletzt finanzpolitisch getriebene konjunkturelle Schwung in den USA lässt 2019 nach. Umgekehrt wird die Eurozone ihre Durststrecke wohl beenden, der US-Wachstumsvorsprung verringert sich. Dies wird sich auch in der Geldpolitik widerspiegeln: Die Federal Reserve wird ihren Leitzins zwar zunächst weiter anheben, den Erhöhungszyklus aber im Jahresverlauf unterbrechen. Dagegen dürfte die EZB – endlich – die Zinswende einläuten. Der derzeit **ungewöhnlich hohe US-Renditevorteil** gegenüber dem Euro wird daher vermutlich zurückgehen, zumal die Euro-Renditen erhebliches Aufholpotenzial besitzen.

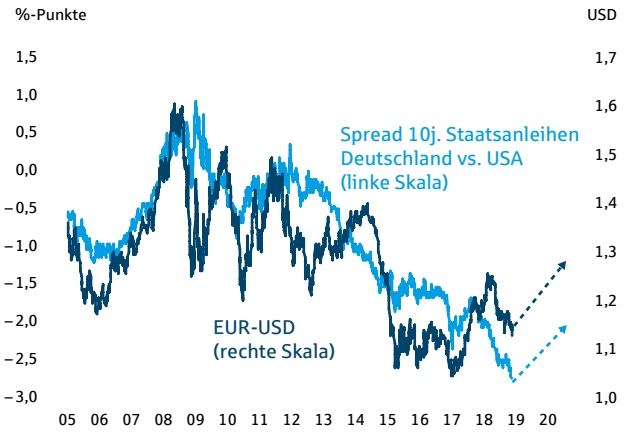
Die Unsicherheiten in Italien begünstigen zwar den US-Dollar. Grundlegende Probleme der Währungsunion bleiben vorerst ungelöst. Die Lage der Staatshaushalte erscheint aber weniger kritisch als vor einigen Jahren. Zudem dürfte sich der Konflikt um Italien entspannen. Daher werden diese Streitigkeiten den Euro nur temporär belasten. Auch die Schwierigkeiten in den Schwellenländern werden vermutlich an Einfluss verlieren und entsprechend der US-Währung kaum Schub geben.

Trump-Politik per saldo als Belastung

Der Handelskonflikt ist für die US-Währung zwiespältig. Wegen der damit verbundenen Unsicherheiten ist der US-Dollar zwar als Fluchtwährung gesucht. Allerdings sollten die wirtschaftlichen Folgen nicht zuletzt die USA treffen. Die generell protektionistische Haltung der US-Regierung wirkt sich auch indirekt negativ auf die eigene Währung aus. Dies impliziert ein **Interesse an einem schwächeren Dollar**, was Trump mehrfach u. a. mit seiner Kritik an der Fed-Politik untermauerte. Dadurch erschwert er der Notenbank die Zinserhöhungen.

> *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

Renditedifferenz begünstigt Euro



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

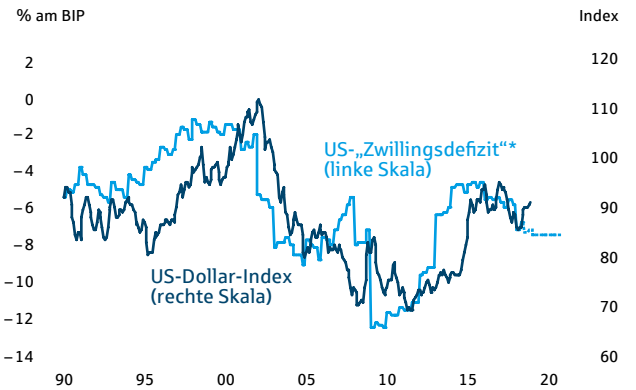


> *Je mehr der Eindruck entsteht, dass Trump den Dollar benutzt, um außenpolitische Ziele zu erzwingen, werden internationale Anleger sich nach einer alternativen Währung umsehen.*
>
> Ökonom Barry Eichengreen

Ein steigendes US-„Zwillingsdefizit", also die Summe aus Haushalts- und Leistungsbilanzsaldo, ging in der Vergangenheit tendenziell mit einem schwächeren US-Dollar einher. Langfristig betrachtet ist die **US-Währung** ohnehin noch **überbewertet**, wie die Kaufkraftparitäten anzeigen. Die Trump-Politik wirkt sich insgesamt nur insofern positiv aus, als das dank der Fiskalimpulse stärkere Wachstum die US-Zinsen steigen ließ. Da dieser Rückenwind 2019 nachlassen wird, dreht sich das Blatt zu Ungunsten der US-Währung. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte sich in einem Bereich von 1,10 bis 1,30 bewegen und bis Jahresende auf 1,25 steigen.

Zudem sprechen das steigende Haushaltsdefizit sowie der chronische Fehlbetrag in der Leistungsbilanz in den USA gegen den Dollar. Höhere Fehlbeträge im Staatsbudget wirken nur positiv auf die eigene Währung, falls sie von einer entsprechend restriktiveren Geldpolitik begleitet werden. Dies wird 2019 immer weniger gelten. Der **wachsende US-Schuldenberg** könnte internationale Langfristinvestoren zweifeln lassen. Versuche der USA, die eigene Währung als politische Waffe – siehe Iran-Sanktionen – zu benutzen, sorgen ebenfalls für Unmut. Schließlich erfordert das Leistungsbilanzdefizit von gut 2 % am BIP einen regelmäßigen Kapitalzufluss aus dem Ausland.

US-„Zwillingsdefizite" als Malus für Dollar



*Summe aus Leistungsbilanzsaldo und Budgetsaldo (US-Bund)

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Pfund-Aufwertung nach Brexit-Deal

Nach einer Einigung in den Brexit-Verhandlungen dürften beim Britischen Pfund die fundamentalen Entwicklungen in den Vordergrund rücken. Seit 2016 dominiert das Thema Brexit und belastet die Währung. Konjunkturell läuft die britische Wirtschaft der Eurozone hinterher. Dennoch erhöhte die Bank of England bereits ihren Leitzins. Das Britische Pfund weist gegenüber dem Euro daher einen vergleichsweise hohen Zinsvorteil auf. 2019 wird die britische Notenbank die Anhebungen vorsichtig fortsetzen, so dass der Renditevorteil bestehen bleibt. Zudem stützen langfristige Bewertungsindikatoren das Pfund.

Entscheidend wird aber der **Ausgang der Brexit-Verhandlungen** sein. Mit einer Einigung wird sich nicht nur die Unsicherheit erheblich verringern. Auch die wirtschaftlichen Konsequenzen des EU-Austritts werden mit dem Inkrafttreten der Übergangsphase begrenzt. Das Pfund dürfte davon merklich profitieren und der Euro-Pfund-Kurs 2019 bis auf 0,80 sinken.

Prognose Ende*...	Q2 / 2019	Q4 / 2019
US-Dollar	1,20	1,25
Japanischer Yen	128	132
Britisches Pfund	0,85	0,80
Schweizer Franken	1,15	1,20

*Kurs gg. Euro, mehr Devisenprognosen auf Seite 86
Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Franken gibt leicht nach

Der Schweizer Franken wird gegenüber dem Euro ins Hintertreffen geraten. Die Schweizer Notenbank reagierte 2018 nicht auf das kräftige Wachstum von rund 3 %. Die Konjunktur dürfte 2019 an Fahrt verlieren und das Bruttoinlandsprodukt um 2 % zulegen. Die Inflation wird sich etwas beschleunigen und im Gesamtjahr 1,4 % betragen. Eine Zinswende wird die Notenbank weiter hinauszögern und frühestens 2020 vollziehen. Da im Gegensatz dazu die EZB agieren wird, dürfte sich der **Schweizer Renditenachteil** vergrößern.

Die politischen Unsicherheiten in Europa werden im Verlauf von 2019 vermutlich nachlassen. Daher wird sich die Nachfrage nach dem sicheren Anlagehafen Franken vermindern. Langfristig betrachtet ist die Schweizer Währung gegenüber dem Euro ohnehin überbewertet. Eine generell freundlichere Euro-Stimmung sowie die Renditedifferenzen sprechen für die Gemeinschaftswährung. Der Euro-Franken-Kurs dürfte 2019 bis auf 1,20 klettern.

Yen ohne Sorgen

Der Japanische Yen wird sich 2019 insgesamt stabil halten. Gegenüber dem US-Dollar wird Japans Währung vermutlich zulegen. Der Renditenachteil gegenüber der US-Währung dürfte sich nur noch geringfügig ausweiten, auch wenn die Bank of Japan allenfalls zaghaft von ihrer expansiven Geldpolitik abrücken wird.

Zeitweise könnte der Yen anders als 2018 als sicherer Anlagehafen profitieren, wenngleich die Unsicherheiten insgesamt abnehmen. Eine **günstige Bewertung** spricht für den Yen. Der nach wie vor hohe Leistungsbilanzüberschuss Japans stützt die Währung ebenso. Da die Eurozinsen 2019 wohl sichtbarer steigen werden, dürfte der Yen gegenüber dem Euro per saldo leicht nachgeben. Der Euro-Yen-Kurs wird gegen Ende 2019 vermutlich nahe 130 notieren.

Christian Apelt, CFA



3 Notaufnahme (20 %)



Alternativszenario

Notaufnahme (20 %)

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

Die Risikoscheu der Anleger nimmt stark zu. Sie suchen Zuflucht in sicheren Anlageklassen. Diesem Szenario messen wir eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 20 % bei.

Der globale Aufschwung kommt in die Jahre. Die Diskussion über die früher oder später unvermeidliche Rezession hat sich intensiviert.

Die gute Nachricht ist, dass die realwirtschaftlichen Ungleichgewichte in den wichtigsten Industrieländern überschaubar sind. Von Über- und Fehlinvestitionen wie im „New Economy“-Boom der späten 1990er Jahre kann nicht die Rede sein. Die Bauaktivität hat nicht annähernd die Ausmaße erreicht wie in den USA, in Spanien oder in Irland unmittelbar vor der Finanzkrise. Dies spricht für eine **relativ milde Rezession** – zumindest in den Industrieländern. Die Schwellenländer, von denen viele schon 2018 angezählt worden sind, könnten stärker in Mitleidenschaft gezogen werden.

> *Die schlechte Nachricht ist, dass derzeit sowohl die Fiskal- als auch die Geldpolitik mit einem stark reduzierten Medikamentensortiment dastehen.*

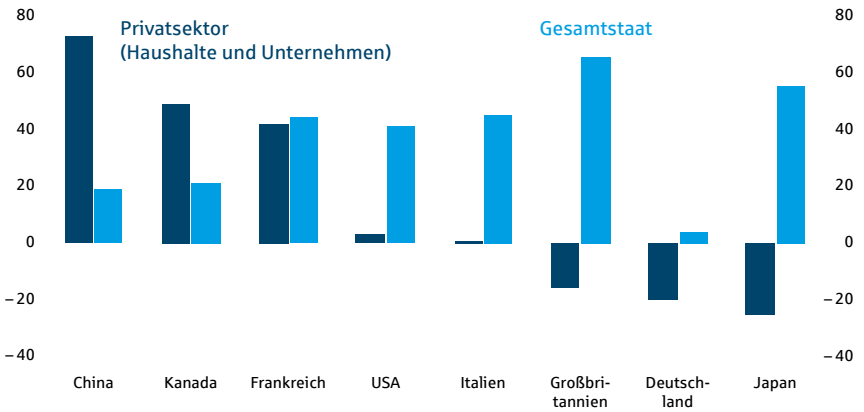
Der fiskalische Spielraum ist vielfach sehr beschränkt, da die Schuldenstände in vielen Ländern Höchststände erreicht haben. Zudem wurden schon während der Expansionsphase die Defizite in etlichen Regionen deutlich hochgefahren.

Ähnlich ist die Situation für die Geldpolitik. Über niedrige Zinsen setzte sie Anreize für Unternehmen und Konsumenten, immer mehr Kredite aufzunehmen. Die **Schulden des privaten Sektors** sind derzeit fast überall höher als vor der Finanzkrise – Deutschland stellt hier trotz des Immobilienbooms eine Ausnahme dar.

Wie viel können die Notenbanken da in der nächsten Krise bewegen? Die wichtigsten Leitzinsen sind selbst zehn Jahre nach der Krise noch immer äußerst niedrig. Dies schränkt die Handlungsfähigkeit der Notenbanken innerhalb ihres traditionellen Therapieansatzes „Zinsen runter“ spürbar ein. Der Einsatz von „unkonventionellen“ Instrumenten kann hier kein vollwertiger Ersatz sein – ihre Wirksamkeit ist umstritten und ihre Anwendung schon im letzten Zyklus auf erheblichen politischen und zum Teil juristischen Widerstand gestoßen.

Schulden im Schnitt höher als vor der Finanzkrise

Verschuldung in % am BIP*, Veränderung Q4 / 2007 bis Q1 / 2018, in %-Punkten



* ohne Schulden des Finanzsektors

Quellen: BIZ, Helaba Volkswirtschaft / Research

Diagnose: Multiple Risiken

Potenzielle Auslöser für eine globale Rezession 2019 lassen sich mehr als genug finden. Die im Hauptszenario erwartete Abschwächung in **China** kann überraschend deutlicher ausfallen. Chinas Konsumenten, Unternehmen und Anleger verlieren wie schon 2015 plötzlich das Vertrauen in die Führung in Peking. In den **USA** warnen manche Beobachter, dass die Fed bereits zu stark gestrafft hat. Die schon erfolgten Zinserhöhungen könnten daher ausreichen, um – wie in vergangenen Zyklen – die Expansion abzuwürgen. Schließlich ist nicht viel Fantasie erforderlich, den jüngsten Abwärtstrend der Konjunkturindikatoren in der **Eurozone** zu verlängern, bis in die Rezession hinein.

Ungeeignete politische Therapie

Falsche Therapien beschleunigen die **rezessive Abwärtsspirale**. Selbst wenn die Dinge nicht wie in den 1930er Jahren eskalieren, liegen die Risiken einer Politik auf Kosten der anderen auf der Hand: sei es durch eine gezielte Abwertung der Währung oder höhere Handelshemmnisse.

Eine konjunkturelle Schwächephase fördert politischen Egoismus auf nationaler und internationaler Ebene.

In den USA könnte Donald Trump das **Protektionismus-Rad** überdrehen und einen Einbruch der Verbraucher- und Unternehmensstimmung provozieren. China und – im Falle von Autozöllen – die deutsche Exportwirtschaft wären unter den Hauptleidtragenden. Die EU ist in anderer Hinsicht politisch und institutionell besonders anfällig: Ein **„Chaos-Brexit"** kann massive Verwerfungen im innereuropäischen Handel nach sich ziehen.

Fällt die **Eurozone** in die Rezession, vertiefen sich zudem bestehende politische Gräben. So wird die Tragfähigkeit der italienischen Staatsschuld in Frage gestellt. Gleichzeitig lässt die Regierung in Rom zur Bekämpfung der Rezession noch höhere Defizite zu. Am Rentenmarkt dürften die Risikoaufschläge für italienische Staatsanleihen ein kritisches Niveau erreichen, eine Bankenkrise dort wäre wahrscheinlich – zumal in diesem Szenario die sowieso schon umfangreichen notleidenden Kredite wieder steigen würden. Ansteckung droht Ländern wie Spanien und Portugal. Trotz (und teilweise auch wegen) einer Lockerung der Geld- und Fiskalpolitik stünde die Zukunft des Euro wieder zur Debatte.

Die Notenbanken verstärken die geldpolitische Dosis wieder

Die zunehmende Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten führt zu einem starken Abwärtsdruck

auf die Teuerung. Die Notenbanken beenden ihren Normalisierungskurs und schalten rasch in den Expansionsmodus um. Die Fed senkt den Leitzins. Angesichts des begrenzten Zinssenkungsspielraums legt sie wahrscheinlich ein neues Kaufprogramm auf. Die EZB verzichtet auf Zinserhöhungen und steigert ebenfalls ihren Expansionsgrad mit neuen Kaufprogrammen. Dabei dürfte die Refinanzierungsfähigkeit der Euro-Staaten im Vordergrund stehen.

> *Im Nachhinein lässt sich leicht sagen: Hätten Sie doch lieber im Vorfeld Ihren Arzt oder Apotheker gefragt.*

Anleger suchen Sicherheit und schichten aus Risikoassets in die „sicheren Häfen" **US-Treasuries und Bundesanleihen** um. Im Zuge dessen fallen die 10-jährigen US-Treasuries wieder auf ihren langfristigen Abwärtstrend zurück. 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 in Zeiten hoher Unsicherheit seinem Ruf als **Krisenwährung** gerecht, zumal die Probleme in der Währungsunion den Euro belasten. Der Euro-Dollar-Kurs fällt auf 0,95.

Auch **Gold** ist in schwierigen Zeiten gefragt und gelangt in den Bereich von 1.600 bis 1.800 US-Dollar pro Unze.

Sinkende Unternehmenserträge führen zu einem merklichen Anstieg der Verschuldungsquoten. Die Bilanzqualität der Banken nimmt erheblich ab. Bei Covered Bonds bleiben die Bonitätsauswirkungen hingegen überschaubar. Insgesamt rechnen wir für Unternehmensanleihen mit einem starken **Anstieg der Risikoprämien**.

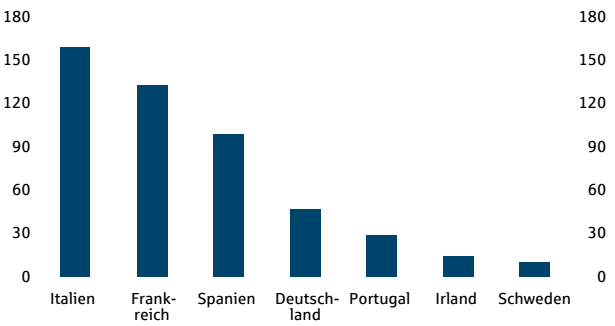
Umsatzeinbrüche und Margendruck sorgen für deutliche Rückgänge bei den Unternehmensgewinnen. Eine anziehende Risikoaversion führt zu markanten Bewertungsabschlägen. Der **DAX** fällt in den Bereich um **9.000 Punkte**.

> *Der deutsche Wohnungsmarkt ist in solch einem Umfeld fast so etwas wie ein sicherer Hafen.*

Der konjunkturelle Einbruch lässt **Immobilienwerte** korrigieren, vor allem in stark überbewerteten Segmenten. Die gewerblichen Mieten sinken wegen schwacher Vermietungsnachfrage. Der deutsche Wohnungsmarkt erweist sich dagegen als relativ stabil. Angesichts des in den letzten Jahren aufgestauten hohen Nachfrageüberhangs ist nicht mit einem nennenswerten Rückgang der Wohnungsmieten zu rechnen.

Bankensektor mit stark unterschiedlichen Risiken

Notleidende Kredite* bei Banken, Mrd. EUR (Juni 2018)



* Brutto vor Kreditrisikovorsorge-Rückstellungen

Quellen: EBA, Helaba Volkswirtschaft / Research

Patrick Franke

4 Wellnessoase (10 %)



Alternativszenario

Wellnessoase (10 %)

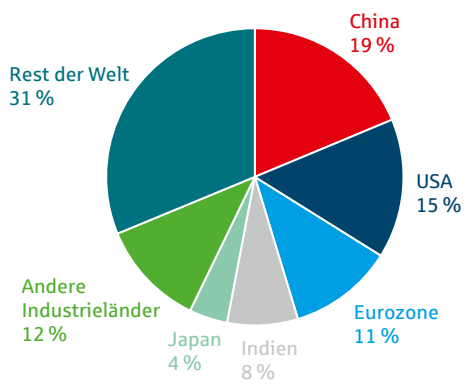
In unserem positiven Alternativszenario gleicht das wirtschaftliche Umfeld einer Wellnessoase. Alles fühlt sich sehr entspannt an, Leichtigkeit macht sich breit. Die Stimmung steigt, die Risikoprämien sinken. Wir messen diesem Szenario eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 10 % bei.

In allen Ländern läuft's

Die Expansion startet einfach durch. Schwächesymptome in China und in der Eurozone stellen sich als temporäre Delle heraus, verursacht hauptsächlich durch die zahlreichen kurzfristigen politischen Irritationen des Jahres 2018. Fundamentale Ursachen sind kaum auszumachen. Der wichtigste externe Einflussfaktor für die Konjunktur – die Geldpolitik – ist immer noch locker.

China und USA machen rund ein Drittel der Weltwirtschaft aus

Anteile am globalen BIP* 2018, %



*Schätzung auf Basis von Kaufkraftparitäten

Quellen: IWF, Helaba Volkswirtschaft / Research

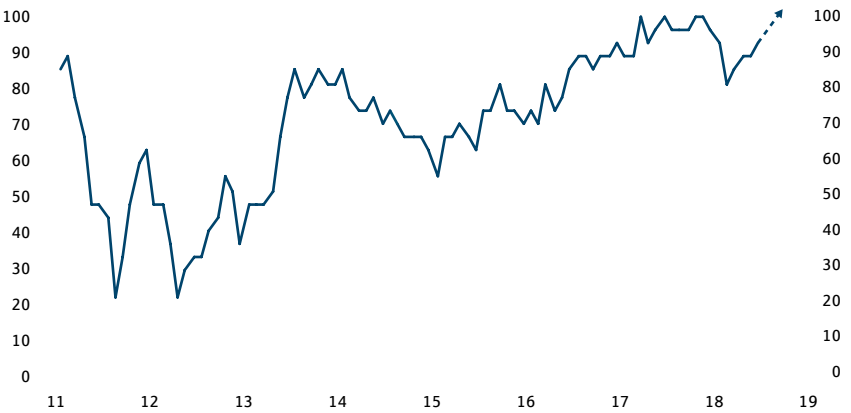
Am einfachsten ist ein Positivszenario für die **USA** abzuleiten. Hier boomt die Wirtschaft schon und die Stimmungsbarometer spiegeln auch zum Ende 2018 eine überraschend hohe Dynamik wider. Wenn US-Präsident Trump Recht hat und der Aufschwung nicht ein in erster Linie fiskalpolitisch angefachtes Strohfeuer ist, steht Wachstumsraten von 3 % bis 4 % in den Vereinigten Staaten nichts im Wege. Ein immer enger werdender Arbeitsmarkt und die Befreiung von regulatorischen Fesseln könnten Konsum und Investitionen Flügel verleihen. Auch lassen sich zusätzliche Steuersenkungen und / oder Ausgabenprogramme nicht ausschließen – denn Donald Trump will 2020 wiedergewählt werden.

> *The Economy is soooo good, perhaps the best in our country's history…*
> Donald Trump

In **China** hat die Regierung immer wieder unter Beweis gestellt, dass sie im Zweifelsfall Himmel und Hölle in Bewegung setzt, wenn das Wachstum ins Stottern gerät. Falls sich herausstellt, dass der Handelsstreit mit den USA ein Sturm im Wasserglas war oder Präsident Trump die Strafzölle nur als Druckmittel für eine eigentlich angestrebte Liberalisierung des Welthandels eingesetzt hat, sollte der globale Industriezyklus schnell wieder Fahrt aufnehmen. Dann wirken die einmal in Gang gesetzten Stimulusmaßnahmen prozyklisch und schieben das chinesische Wirtschaftswachstum in Richtung 7 % und mehr.

Handelsstreit irritiert nur kurzfristig

Anteil der Länder mit Einkaufsmanagerindex im Expansionsbereich*, %



*Verarbeitendes Gewerbe, 27 Länder

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

USA und China machen zusammen rund ein Drittel der globalen Wirtschaft aus. Ihr Schwung gibt dem Rest der Welt erhebliche Impulse. Die Weltkonjunktur könnte so, mit nur kurzer Unterbrechung im Jahr 2018, an den **synchronen Aufschwung** von 2017 anknüpfen.

Steigende Rohstoffnotierungen würden die Exporterlöse in vielen **Schwellenländern** spürbar verbessern und den Regierungen dort die Möglichkeit verschaffen, vertrauensbildende geld- und fiskalpolitische Konsolidierungsschritte einzuleiten, ohne einen konjunkturellen Einbruch zu riskieren.

Wer hätte das gedacht: Deutschland und die Eurozone wachsen um 3 %!

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.

Aufbruchsstimmung statt ewiger Malaise!

Die gute Konjunktur eröffnet zudem Spielräume, die – wenn sie politisch genutzt werden – **Strukturreformen** erleichtern. Dies hätte wiederum positive Rückwirkungen auf das Vertrauen in die Gemeinschaftswährung und das europäische Projekt insgesamt. Die Europäer können wieder gemeinsame Vorhaben angehen, was insbesondere für die Außen- und Sicherheitspolitik gilt. Ein neues europäisches Gemeinschaftsgefühl entsteht.

Inflation bringt Notenbanken auf Touren

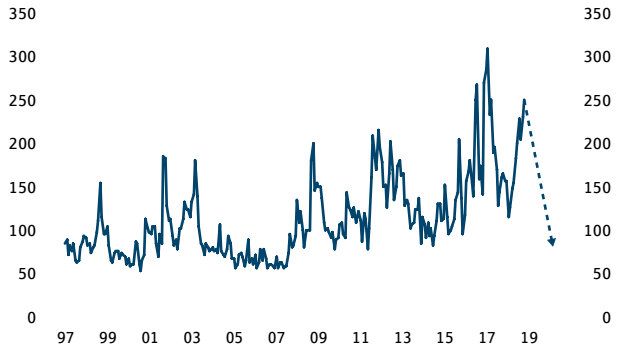
Angesichts der starken Weltkonjunktur wird die Inflation angeheizt: Höhere Ölpreise, kräftig steigende Löhne und zunehmende Kapazitätsengpässe sind die Ursachen dafür. In den USA steigt die Inflation weit über 3 %, in der Eurozone in Richtung 3 %.

In diesem Szenario ist von kräftigen Zinserhöhungen der **US-Notenbank** auszugehen, bis Jahresende würde der Leitzins wohl über 4,5 % steigen. Die **EZB** vollzieht die Zinswende früher und hebt die Leitzinsen 2019 bis zu drei Mal an. Im Zuge dessen nehmen die Renditen beiderseits des Atlantiks deutlich zu. Die Verzinsung 10-jähriger



Rückgang der Unsicherheit sorgt für positive Impulse

Globaler Index für wirtschaftspolitische Unsicherheit*



* Gewichtet auf Basis von kaufkraftbereinigten BIP-Gewichten

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Treasuries klettert auf rund 5 %, 10-jährige Bundesanleihen steuern in Richtung 2 %-Marke. Das Vertrauen in Europa kehrt sukzessive zurück, was sich an zusammenlaufenden Zinsspreads beobachten lässt.

Die Gemeinschaftswährung profitiert davon, dass die Währungsunion politisch gefestigt wird. Der **Euro-Dollar-Kurs** steigt auf 1,35.

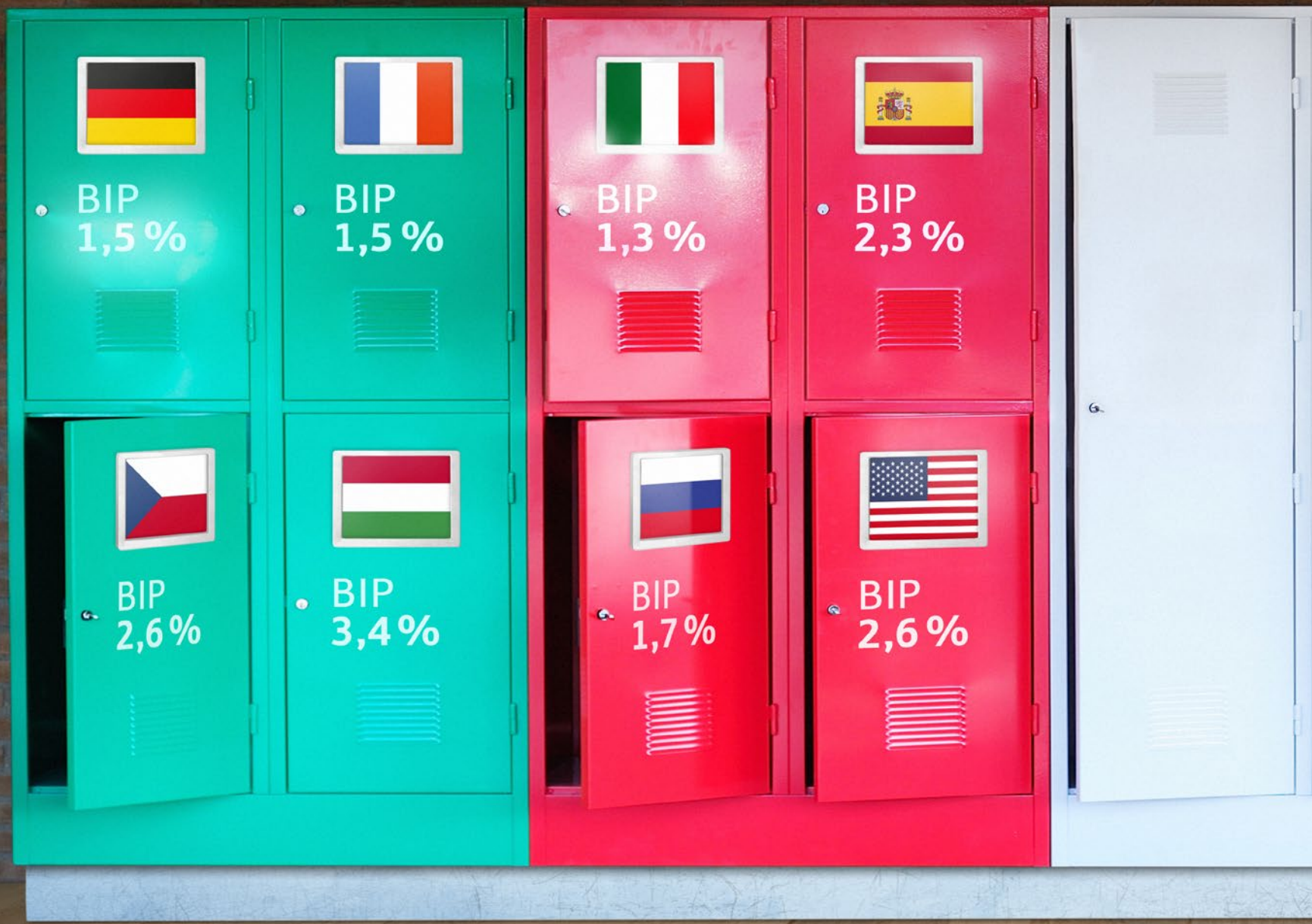
Wachsende Erträge sorgen für deutlich geringere Schuldenquoten bei den Unternehmen. Die Kreditausfälle der Banken bleiben auf historisch niedrigem Niveau. Höhere Renditen lassen verprellte Covered Bond-Investoren an den Primärmarkt zurückkehren. Tendenziell werden die Risikoprämien bei **Credits** sinken.

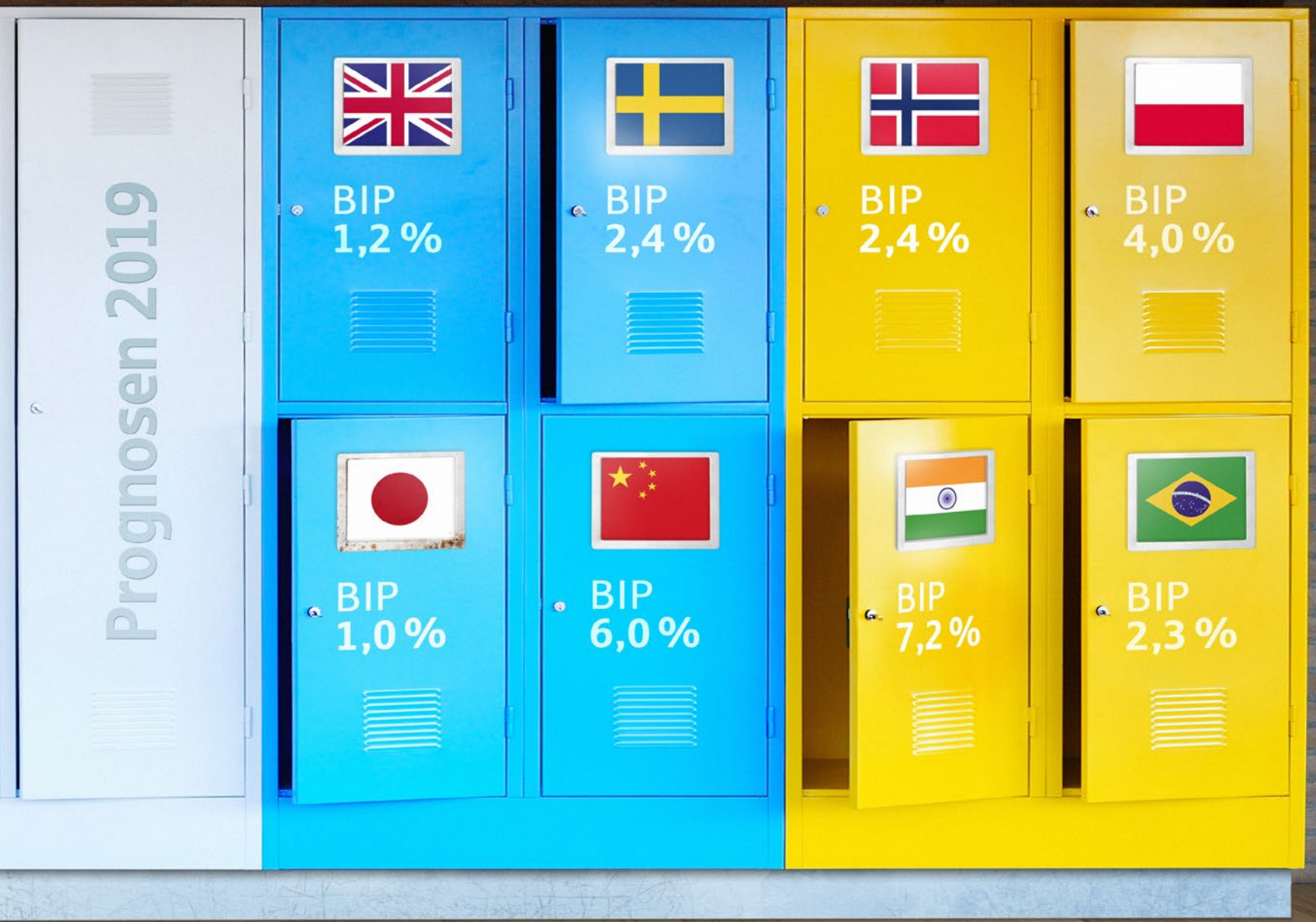
Das sehr dynamische Wirtschaftswachstum führt zu deutlichen Umsatzsteigerungen. Die Unternehmen nutzen ihre Preiserhöhungsspielräume, um die Gewinnmargen auszuweiten. Die Nettoergebnisse legen somit überdurchschnittlich zu. Angesichts zunehmender Risikofreude der Anleger erfolgt zudem eine Bewertungsexpansion. Der **DAX** überspringt die 15.000er-Marke.

Hohe Beschäftigungszuwächse sorgen in vielen Ländern für eine kräftige Flächennachfrage und damit für beschleunigte Mietzuwächse bei gewerblichen **Immobilien**. Am Wohnungsmarkt zieht die Nachfrage weiter an. Die Immobilien werden trotz höherer Zinsen immer teurer. In mehr und mehr Marktsegmenten spitzt sich die Bewertungssituation zu.

Patrick Franke

5 Länder und Regionen 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 %

Welthandel

Regimewechsel?

Schlagzeilen wie „Globalisierung im Rückwärtsgang“ oder „Ende des Freihandels“ zeigen es: 2018 war kein gutes Jahr für den Welthandel und die internationale Arbeitsteilung. Ab dem Frühjahr blies der US-Präsident auf breiter Front zum Angriff auf den freien Warenhandel. Folgt 2019 eine Waffenruhe oder gibt es sogar Friedensverhandlungen?

US-Präsident Trumps erklärte Ziele sind, die Handelspartner – vor allem China – zu bewegen, ihr „unfaires Verhalten“ zu verändern, das Defizit der USA im Warenhandel zu reduzieren und neue Jobs im Verarbeitenden Gewerbe zu schaffen. Zumindest wenn es darum geht, die anderen Regierungen zu bilateralen Verhandlungen zu zwingen, hat Donald Trump bereits erste Erfolge vorzuweisen. Die besonders vom US-Markt abhängigen oder militärisch auf die Schutzmacht USA angewiesenen Handelspartner Mexiko, Kanada, Südkorea und auch Japan sind schon eingeknickt. Sie haben seinen Forderungen in großem Umfang nachgegeben. Die „neue NAFTA“ stellt jedoch in fast jeder Dimension eine **Verschlechterung** gegenüber der bisherigen Nordamerikanischen Freihandelszone dar – mittelfristig schwächt sie auch die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der US-Industrie. Aber Trump wertet sie als Erfolg seiner „America First“-Strategie.

Welthandel schwächt sich ab

Da der Handelsstreit seit Monaten nicht aus den Schlagzeilen verschwindet, überrascht es nicht, dass viele Pessimisten im sich verlangsamenden Wachstum des globalen Handels bereits den Protektionismus am Werk sehen. Ohne die negativen Auswirkungen der Handelsstreitigkeiten kleinreden zu wollen: Aus unserer Sicht ist eine andere Erklärung wahrscheinlicher. Nachdem der Globalisierungsschub der 1990er und 2000er Jahre ausgelaufen ist, hat sich der **Trend des Handelswachstums grundsätzlich verflacht** – nur noch auf die Hälfte der gut 7 % pro Jahr in der Phase vor 2008. In den Jahren 2015/2016 verzeichnete der Warenhandel eine zyklische Schwäche, auf die 2017 eine Erholung folgte. Diese wiederum lief 2018 aus. Hoffnungen, der Welthandel könne nun an die guten Jahre vor der Krise anknüpfen, haben sich also nicht bestätigt. Bislang dürften die Handelsstreitigkeiten jedoch bestenfalls einen kleinen dämpfenden Effekt auf die weltweiten Handelsströme gehabt haben.

So weit, so gut…

Ob dies 2019 so bleibt, ist nicht gesagt. Donald Trump hat Ende September Strafzölle in Höhe von 10 % auf chinesische Waren eingeführt, die 2017 ein Importvolumen von knapp 200 Mrd. US-Dollar ausmachten. Damit verschaffte er den



zusätzlichen Handelshemmnissen die kritische Masse, ab der nicht nur einzelne Unternehmen und Branchen belastet werden, sondern die Gesamtwirtschaft spürbar in Mitleidenschaft gezogen wird. Per 1. Januar 2019 sollen diese Strafzölle zudem auf 25 % erhöht werden, wenn bis dahin keine Lösung im Streit mit China gefunden ist. Donald Trump hat weiterhin davon gesprochen, auch noch die verbliebenen Warenimporte aus China mit Zöllen zu belegen, wenn die andere Seite in den Verhandlungen nicht einlenken oder ihre Währung spürbar abwerten sollte.

Am Handelsbilanzdefizit der USA dürfte sich trotz der Zölle zunächst nicht viel verändern. Eine weitere Eskalation des Konfliktes mit Peking ist daher eine **ernstzunehmende Gefahr**, zumal sich in die handelspolitische Auseinandersetzung auch generelle geostrategische Aspekte mischen: Chinas Bereitschaft zu Kompromissen wird umso geringer sein, je mehr die Regierung dort den Eindruck gewinnt, dass es der US-Seite vor allem darum geht, den „Aufstieg Chinas“ zu behindern.

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

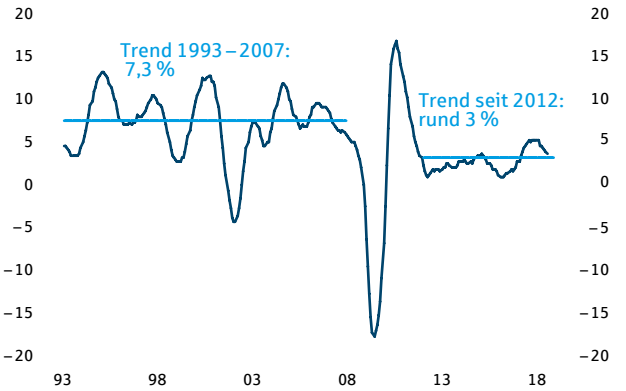
Offen ist nach wie vor, wie sich der schwelende Konflikt zwischen den USA und der EU entwickelt. Solange verhandelt wird, sind die von Trump angedrohten **Autozölle ausgesetzt**. Allerdings geben Äußerungen von Vertretern beider Seiten wenig Hoffnung auf baldige Fortschritte. US-Strafzölle auf Pkws und eine entsprechende Antwort der EU sind nicht Teil unseres Hauptszenarios, bleiben aber ein Risiko.

Protektionismus schlägt zu

Seit den 1930er Jahren gab es keine vergleichbare globale Tendenz zu höheren Handelshemmnissen – Zölle und andere Hindernisse wurden vor allem nach 1945 immer weiter abgebaut. Ökonomische Modelle, die auf den

Neue Normalität im Handel

Globales Handelsvolumen (Waren), % gg. Vj. (geglättet)



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Erfahrungen der vergangenen Jahrzehnte beruhen, sind wenig geeignet, die Wirkung einer Protektionismusspirale auf die globalisierte Welt des 21. Jahrhunderts abzubilden.

Unter Ökonomen, die nicht für die US-Regierung arbeiten, besteht aber Einigkeit vor allem darin, dass die **Wirkung per saldo negativ** sein wird. Geschwindigkeit und Ausmaß des Effektes hängen nicht zuletzt von der resultierenden Belastung der globalen Wirtschaftsstimmung ab. Hier ist zumindest bislang kein Einbruch zu verzeichnen.

Bleiben die Maßnahmen im Rahmen dessen, was derzeit schon in Kraft ist, dürften die Probleme für die Weltkonjunktur 2019 überschaubar sein. Das weltweite Wachstum wird das Tempo des Vorjahres wohl nicht ganz halten, die WTO erwartet beim Warenhandel nur ein etwas kleineres Plus als 2018. Der Protektionismus wirkt aber als schleichendes Gift, das mittel- bis langfristig das Trendwachstum der Weltwirtschaft drücken wird.

Patrick Franke

Eurozone

Divergierende Strategien

Die Wachstumsverlangsamung in der Eurozone dürfte im Verlauf von 2019 auslaufen. Ab dem zweiten Halbjahr kann wieder mit höheren Raten gerechnet werden. Mit sich bessernden Arbeitsmärkten werden die Tariflöhne stärker steigen.

Trotz der einheitlichen Währung bleibt die Wirtschaftspolitik in der Eurozone heterogen. Ländern wie **Frankreich** und in Ansätzen auch **Österreich**, die mit Reformen ihre Wettbewerbsfähigkeit mittelfristig erhöhen wollen, steht **Italien** gegenüber, das sich diesen verweigert. Stattdessen sollen dort die Ausgaben bei einer bereits hohen Verschuldung deutlich gesteigert werden. Auch wenn Italien im Ausmaß ein Einzelfall bleibt, wird die Fiskalpolitik in mehreren Ländern lockerer: **Deutschland** stimuliert den Konsum und Frankreich sowie Spanien dürften geplante Defizitziele nicht mehr einhalten.

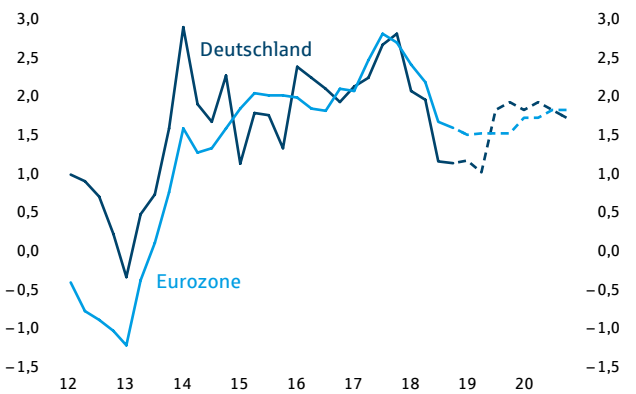
2019 **verlieren** die **Wachstumsdisparitäten an Bedeutung**. Deutschland und Frankreich expandieren 2019 mit 1,5 % annähernd so schnell wie der Durchschnitt der Eurozone (1,6 %). Die lange Zeit außergewöhnlich hohe Dynamik Spaniens verringert sich weiter. Italien dürfte sich aufgrund der stimulierenden Maßnahmen ebenfalls dem Mittelwert der Eurozone nähern. Der gesamte Währungsraum erhält 2019 Impulse von den Konsumausgaben und den Investitionen, während der Außenhandel einen leicht negativen Wachstumsbeitrag liefern dürfte.

Die **Inflationsrate** erreicht 2018 etwa 1,8 %. Höhere Energie- und Nahrungsmittelpreise haben hierzu maßgeblich beigetragen. Die Kernrate verharrt hingegen bei 1 %. In einigen Mitgliedsländern wie den baltischen und zentraleuropäischen Staaten steigen die Arbeitskosten kräftig. Auch in den großen Flächenstaaten dürften die Tarifsteigerungen mit sich bessernden Arbeitsmärkten zunehmen. 2019 sollte die Kernrate in der Eurozone etwas höher ausfallen und die Inflationsrate leicht auf 1,9 % steigen. Entlastungen gehen im Jahresverlauf von den Energie- und Nahrungsmittelpreisen aus.

Bereits jetzt steigt die erwerbstätige Bevölkerung in der Eurozone nicht mehr. In den nächsten Jahren werden sich die Babyboomer zunehmend in den Ruhestand verabschieden. Dadurch verringert sich das **Wachstumspotenzial**. Die europäische Wirtschaftspolitik reagiert hierauf aber nicht. Ganz im Gegenteil: Italien will die Rentenreform zurücknehmen. Deutschland hat die „Rente mit 63“ eingeführt. In vielen europäischen Staaten ist die öffentliche Infrastruktur in die Jahre gekommen. Auch das wird vernachlässigt. Priorität sollte darüber hinaus die Anhebung der Produktivität haben, die in den vergangenen Jahren nicht ausreichend zugenommen hat. Es gilt, Defizite in der (beruflichen) Bildung und in der digitalen Infrastruktur zu beseitigen. Die geplante steuerliche Förderung mittelständischer Innovationen in Deutschland ist zu begrüßen.

Deutschland volatiler

Reales BIP, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Dr. Stefan Mütze



Deutschland

Weiterhin dynamisch

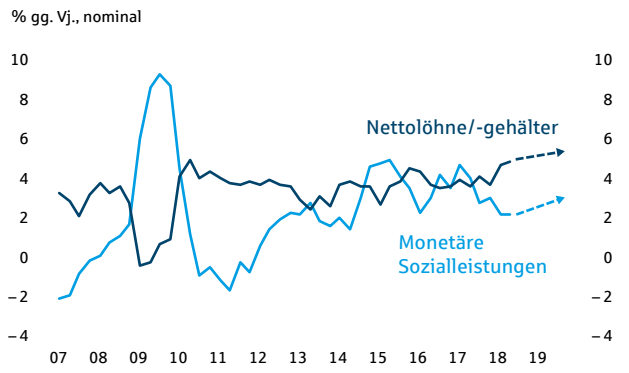
Die wirtschaftliche Dynamik in Deutschland wird sich voraussichtlich ab Mitte 2019 wieder beschleunigen. Belastungen aus dem Außenhandel und durch die Investitionszurückhaltung stehen 2019 Impulse von den privaten Konsumausgaben gegenüber. Insgesamt bleibt das Wirtschaftswachstum mit 1,5 % über der Beschäftigungsschwelle.

Nach dem außergewöhnlich starken Jahr 2017 mit einem Wirtschaftswachstum von 2,5 % steigt das reale Bruttoinlandsprodukt 2018 um 1,6 %. Die zyklische Abschwächung dürfte noch bis etwa Mitte 2019 andauern, sodass sich das Wirtschaftswachstum im Gesamtjahr weiter auf 1,5 % reduzieren wird. Auch damit wächst Deutschland noch nahe seinem Potenzial. Der Tempoverlust geht vom Verarbeitenden Gewerbe aus. Die Verunsicherungen, die z. B. durch die Handelspolitik und den Brexit entstanden sind, dürften zuletzt zur **Investitionszurückhaltung** beigetragen haben. Die deutsche Industrie, die auf Kapitalgüter spezialisiert ist, spürt dies besonders. Zudem belasten Sonderfaktoren wie das neue Prüfverfahren für Fahrzeuge WLTP. Ab der Jahreswende 2018/2019 sollte sich hier allerdings mit der vollständigen Implementierung des Zulassungsverfahrens eine Gegenbewegung bei der Produktion einstellen.

> *Die Fiskalpolitik wird expansiver und unterstützt damit den deutschen Konsumenten.*

Der **Konsum** wird 2019 maßgeblich zum Wirtschaftswachstum beitragen. Die realen Verbrauchsausgaben sollten mit 1,6 % lebhafter zulegen als im Jahr zuvor (1,2 %). Die Tariferdienste werden deutlich angehoben. **Entlastungen** gehen von der Wirtschaftspolitik aus: Die Rückkehr zur paritätischen Finanzierung der Beiträge in der gesetzlichen Krankenversicherung reduziert die Abzüge der Arbeitnehmer und Rentner um nahezu 7 Mrd. Euro. Zudem steigen die monetären Sozialleistungen durch die erweiterte „Mütterrente". Daneben werden der Grundfreibetrag, das Kinder-

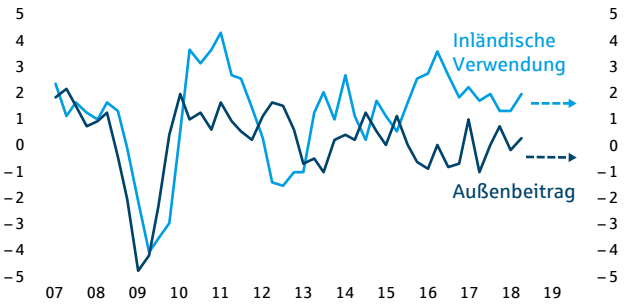
Entlastungen für private Haushalte



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Kein Impuls vom Außenhandel

Wachstumsbeiträge, %-Punkte gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

geld sowie die Eckwerte im Einkommensteuertarif angepasst und die Renten dürften wesentlich stärker zulegen als die Inflationsrate. Dagegen wird sich der Beschäftigungsanstieg u. a. aufgrund von Engpässen bei Fachkräften etwas verringern und die Inflationsrate mit gut 2 % leicht höher ausfallen als 2018. In der Summe erhöht dies die verfügbaren Einkommen 2019 um nominal fast 4 %. Für die Sparquote ist nach dem zuletzt deutlichen Anstieg über 10 % keine nennenswerte Änderung mehr zu erwarten.

Investitionsdynamik noch gebremst

Die **Ausrüstungen** werden 2019 nur noch um voraussichtlich 3 % höher ausfallen. Die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe hatte ihren Zenit im ersten Quartal 2018 erreicht. Das deutlich gesunkene Auftragsvolumen im Verarbeitenden Gewerbe dürfte die Kapitalbildung bremsen und sich bei den Unternehmensdienstleistern negativ niederschlagen. Wir erwarten jedoch eine konjunkturelle Klimaaufhellung in Laufe des Jahres 2019, sodass die Investitionstätigkeit wieder an Fahrt gewinnt.

Die **Bautätigkeit** nimmt auch 2019 zu. Die Wohnungsbaugenehmigungen, die im ersten Halbjahr 2018 noch rückläufig waren, haben sich zuletzt wieder günstiger entwickelt. Einen ähnlichen Verlauf zeigt der Wirtschaftsbau. 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 lebhaft.

Der **Außenhandel** hat 2018 einen leicht negativen Wachstumsbeitrag geliefert. Hierin spiegelt sich u. a. die Schwäche des Welthandels wider. Die deutschen Importe legten leicht stärker zu als die Exporte. Hieran wird sich in der ersten Jahreshälfte 2019 nichts Wesentliches ändern. Die deutschen Ausfuhren steigen im Gesamtjahr nur moderat, ähnlich wie die Einfuhren.



Prognoseübersicht	2018s	2019p	2020p
Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vj.	**1,6**	**1,5**	**2,2**
BIP, kalenderbereinigt, real % gg. Vj.	**1,6**	**1,5**	**1,8**
Private Konsumausgaben, % gg. Vj.	1,2	1,6	1,7
Staatskonsum, % gg. Vj.	1,0	1,5	1,5
Bruttoanlageinvestitionen, % gg. Vj.	2,8	2,5	3,0
Ausrüstungsinvestitionen, % gg. Vj.	4,5	3,0	4,0
Bauinvestitionen, % gg. Vj.	2,3	2,0	2,2
Exporte, % gg. Vj.	3,0	3,5	4,5
Importe, % gg. Vj.	3,5	4,5	4,5
Inflationsrate, % gg. Vj.	**2,0**	**2,1**	**2,0**
Arbeitslosenquote*, %	**5,2**	**4,8**	**4,4**
Arbeitslose, Tsd.	**2.350**	**2.150**	**2.000**
Budgetsaldo, % des BIP	**1,4**	**1,2**	**1,2**
Leistungsbilanzsaldo, % des BIP	**7,8**	**7,7**	**7,5**

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

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Die Exporte in die EU dürften weiterhin durch Großbritannien gebremst werden, dessen Wirtschaft aufgrund der Brexit-Unsicherheiten nur moderat zulegt. Hingegen bleibt China trotz etwas geringerem Wirtschaftswachstum ein Lichtblick für den deutschen Außenhandel, während die Exporte in die USA nur unterdurchschnittlich zunehmen.

Dr. Stefan Mütze

Digitalisierung als Jobwunder

Es grassiert die Angst vor der Digitalisierung. Untergangspropheten sehen eine Vernichtung von Arbeitsplätzen durch Robotisierung und künstliche Intelligenz. Die Einkommen und in der Folge der Konsum brächen ein. Die ganze Wirtschaft würde ins Schlingern geraten. Haben die Pessimisten Recht oder sprechen die Fakten eine andere Sprache?

In vielen deutschen Regionen herrscht Vollbeschäftigung. Für manche Unternehmen ist der **Fachkräftemangel** das größte Wachstumshemmnis, für andere sogar schon ein Geschäftsrisiko. Bei Tarifverhandlungen sitzen die Arbeitnehmer am längeren Hebel und die Abschlüsse fallen entsprechend höher aus.

Die gute Beschäftigungsentwicklung in den letzten zehn Jahren mag auch durch Arbeitsmarktreformen, die boomende Weltkonjunktur und die starke Binnennachfrage begünstigt worden sein. Der Blick in die einzelnen Branchen lehrt aber, dass der **strukturelle Wandel** hin zur Dienstleistungsgesellschaft ein wesentlicher Treiber war. Die Beschäftigung in den Dienstleistungsbereichen ist in Deutschland seit 2008 um 21 % gestiegen, während es insgesamt „nur“ 16 % waren. Aber nicht alle Dienstleistungsbranchen bauten seit der Finanzkrise Arbeitsplätze auf, und nicht alle Branchen des Produzierenden Gewerbes zeigten eine verhaltene Dynamik. Outperformer war hier vor allem der Bau. Bei den Dienstleistungen fiel der **Anstieg bei „Information / Kommunikation“** besonders stark aus.

Auch handfeste Branchen boomen

Offensichtlich ist die hohe Dynamik im Bausektor. Dies zeigt sich vor allem in den Städten. Der **Bedarf an Wohnungen** ist aufgrund der steigenden Bevölkerung und seit Jahren zu geringer Neubautätigkeit gigantisch. Niedrige Zinsen und eine gute Beschäftigung tun das Übrige. Im Bundesdurchschnitt nahm die Zahl der Beschäftigten in der Bauwirtschaft seit 2008 um 15 % zu, in Frankfurt beispielsweise waren es sogar 25 %. Dieser Anstieg macht deutlich, dass in einer Zeit, in der alle vom Strukturwandel hin zu mehr Dienstleistungen und Automatisierung sprechen, auch sehr handfeste Branchen des Produzierenden Gewerbes als Wachstums- bzw. Jobmotor dienen können.

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

Beim Sektor „Information / Kommunikation“ kommt hingegen die Hinwendung zu Dienstleistungen voll zum Tragen. Entgegen der Untergangsprophezeiungen führt hier die Digitalisierung zu mehr Jobs. In den letzten zehn Jahren hat **kein anderer Sektor eine solch hohe Jobdynamik** aufweisen können. In Deutschland insgesamt kam es seit 2008 zu einem Anstieg um 24 %. Noch dynamischer war die Entwicklung in der Bankenmetropole Frankfurt mit einem Plus von 33 %. Dies bestätigt, dass die Schätzungen zur Substituierbarkeit von Jobs meist nur Einsparungen berücksichtigen, aber positive Beschäftigungseffekte vernachlässigen.

Für Erleichterung könnte auch ein Blick in die Geschichte sorgen – denn Strukturwandel gab es schon immer.



Die Digitalisierung ist eine besondere Ausprägung davon. Die Welt ändert sich dadurch – zweifelsohne. Es wird Gewinner und Verlierer geben. In der Summe widerlegen aber die Daten die Prognosen der Untergangspropheten. Aggregiert ist die Digitalisierung kein Jobkiller, sondern sie scheint **vielmehr ein Jobwunder** zu schaffen. Dies war übrigens bei jeder technologischen Revolution in der Geschichte der Fall.

Dr. Gertrud R. Traud

Hessen, Thüringen, Nordrhein-Westfalen und Brandenburg: Wachstum im Wandertempo

Die Kernregionen der Helaba bestimmen die Auswahl der in den Texten betrachteten Bundesländer. Aus den Grafiken können Aussagen über alle Bundesländer abgeleitet werden. Jetzt wandern wir los und entdecken die regionalen Besonderheiten!

Vollbeschäftigung in Hessen

Gemäß UN-Charta sollte jeder erwachsene Mensch unter Wahrung der freien Berufswahl und der Menschenwürde eine Arbeit finden können. Das ökonomische Ziel dafür heißt Vollbeschäftigung – häufig definiert anhand einer Arbeitslosenquote unterhalb von etwa 3 % bis 5 %. Hessen hat mit einer **Erwerbslosenrate von 4,4 %** (Oktober 2018) diesen wünschenswerten Zustand nahezu erreicht. Auch der gesamtdeutsche Durchschnitt liegt mit 4,9 % schon innerhalb dieser Definition.

Eine Ursache für die gute Entwicklung des hessischen Arbeitsmarktes ist die **sehr hohe Wirtschaftskraft** des Bundeslandes. Es gehört mit Bayern und Baden-Württemberg zur Spitzengruppe der Flächenländer, deren wirtschaftlicher Output pro Einwohner rund 15 % über dem Bundesdurchschnitt liegt. Das hessische Wirtschaftswachstum blieb dagegen in den vergangenen Jahren zumeist etwas unter dem gesamtdeutschen Durchschnitt. Es war aber ausreichend, um einen leicht **überdurchschnittlichen Beschäftigungszuwachs** von zuletzt 2,5 % zu generieren. Dabei zeigt sich der hessische Arbeitsmarkt als integrationsfähig: 15 % der Arbeitnehmer sind Ausländer/-innen.

Überhaupt ist Hessen die Internationalität ins Stammbuch geschrieben. Die Frankfurter **Messe** wird von internationalen Ausstellern besonders geschätzt. Der **Finanzplatz** Frankfurt gilt für die Brexit-Banken als Favorit in Kontinentaleuropa, was die ansonsten negativen Folgen des EU-Austritts der Briten für Hessen etwas mildert. Der **Flughafen** dürfte 2018 mit etwa 69 Mio. Passagieren den nächsten Rekordwert ansteuern.

Im Luftfrachtbereich sind die Zahlen wie beim Auftragseingang im Verarbeitenden Gewerbe leicht rückläufig. Hier zeigen sich erste Spuren der konjunkturellen Abschwächung, die sich bis Mitte nächsten Jahres fortsetzten dürfte. Für Hessen ist aber 2018 mit einem zumindest durchschnittlichen Wirtschaftswachstum zu rechnen. Mit der Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2019 könnten in beiden Jahren **Zuwächse zwischen 1,5 % und 2 %** erreicht werden.

Thüringens Arbeitsmarkt als Wachstumshemmnis?

Thüringen kann auf ein **nachhaltiges Wirtschaftswachstum von 1,9 %** in den letzten fünf Jahren zurückschauen. Die thüringische Industrie gab besonders starke Impulse. 2018 hat sich die Dynamik jedoch abgeschwächt. In den ersten acht Monaten stiegen Umsatz und Auftragseingänge gegenüber dem Vorjahr mit 3,1 % bzw. 1,5 % unterdurchschnittlich. Dagegen wurde die Mitarbeiterzahl in den

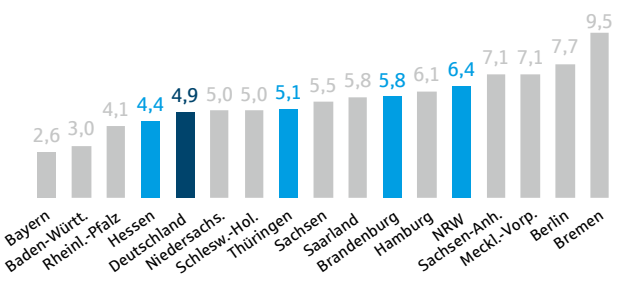
Industriebetrieben fast in gleichem Tempo wie bundesweit vergrößert. Ursache dürfte zum einen der höhere Auslastungsgrad sein. Zum anderen kann der Beschäftigungsaufbau aus der Übernahme von Leiharbeitern in die Stammbelegschaft herrühren.

Denn der **Arbeitsmarkt** in Thüringen wird zunehmend **enger**. Inzwischen liegt die Arbeitslosenquote mit 5,1% (Oktober 2018) kaum noch über dem gesamtdeutschen Durchschnitt von 4,9 %. Aufgrund der demografischen Entwicklung wird sich die Situation verschärfen. Von den gut 800.000 sozialversicherungspflichtig Beschäftigten in Thüringen sind rund 185.000 über 55 Jahre alt. Sie werden sich spätestens in zwölf Jahren in den Ruhestand verabschieden. Die „nachwachsenden" Jungarbeitnehmer gegengerechnet ergibt sich ein Defizit von rund 20.000 Personen. Auf der Suche nach Mitarbeitern wird sich der Blick auf potenzielle Bewerber weiten. Dabei muss zur **„Internationalisierung" der Belegschaften** über die nahen europäischen Länder hinausgedacht werden, denn in den Staaten Zentraleuropas sind die Arbeitslosenquoten zum Teil noch niedriger. Bisher war Thüringen diesbezüglich kaum aktiv – sind doch überhaupt nur 4 % der Beschäftigten Ausländer (Deutschland: 11%).

Für **2018** und **2019** sind **Wachstumsraten** des BIP **um 1,5 %** zu erwarten. Damit mittelfristig das Wachstumspotenzial genutzt werden kann, wird ein Zuzug von Arbeitskräften unvermeidlich sein. Schon jetzt steigt die Zahl der Beschäftigten in ganz Thüringen nur noch unterdurchschnittlich. Wenn hier nicht gegengesteuert wird, droht aus der konjunkturellen eine strukturelle Schwäche zu werden, die den Wohlstand des Bundeslandes gefährdet.

Vollbeschäftigung in vielen Regionen schon Realität

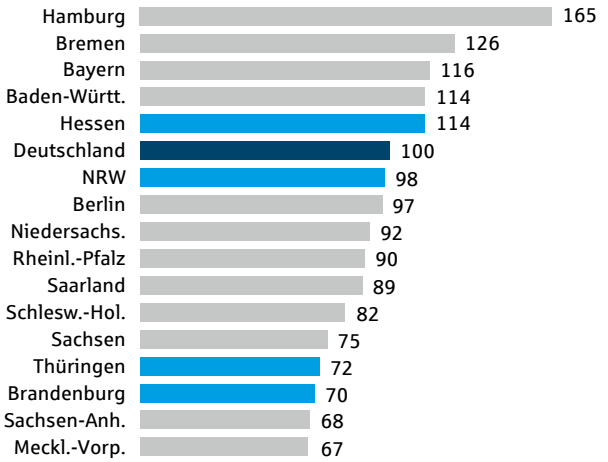
Arbeitslosenquote, % der zivilen Erwerbspersonen, Oktober 2018



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Helaba Volkswirtschaft / Research

Wirtschaftskraft der Bundesländer sehr unterschiedlich

BIP pro Einwohner in % des gesamtdeutschen Durchschnitts, 2017



Quellen: Arbeitskreis VGR der Länder, Helaba Volkswirtschaft / Research

Nordrhein-Westfalen holt auf

Das **Wirtschaftswachstum** in Nordrhein-Westfalen (NRW) war seit der Finanzkrise unterdurchschnittlich, dürfte sich aber in diesem Jahr aufgrund der vergleichbaren Entwicklung in der Industrie dem gesamtdeutschen Wert angenähert haben. Die konjunkturelle Abschwächung **2018** macht allerdings vor NRW keinen Halt, sodass sich das Wirtschaftswachstum leicht auf **1,4 %** reduzieren dürfte. **2019** sinkt die Zuwachsrate weiter auf **1,3 %**, da erst im späteren Verlauf des Jahres ein zyklischer Aufwind zu erwarten ist. Unterstützung erfährt das Wachstum von der Fiskalpolitik, die im kommenden Jahr zu einem spürbaren Anstieg der verfügbaren Einkommen führen sollte und damit den Konsum als größte Komponente des BIP stärkt.

Die **Beschäftigungsentwicklung** in NRW hat sich deutlich beschleunigt und liegt seit 2015 zumeist **über 2 %**. Am aktuellen Rand lässt die Dynamik etwas nach. Mit einem Einbruch auf dem Arbeitsmarkt ist aber nicht zu rechnen. Im Gegenteil: Der durch den Strukturwandel bedingte Mismatch zwischen angebotenen und nachgefragten Qualifikationen baut sich ab. So lag die **Arbeitslosenquote** in NRW im Oktober 2018 mit 6,4 % **zwar über dem bundesdeutschen Durchschnitt**, jedoch engte sich die Differenz ein. 2019 sollte sich der positive Trend auf dem Arbeitsmarkt fortsetzen, wenn auch die Verbesserungen aufgrund des etwas geringeren Wirtschaftswachstums niedriger ausfallen dürften.

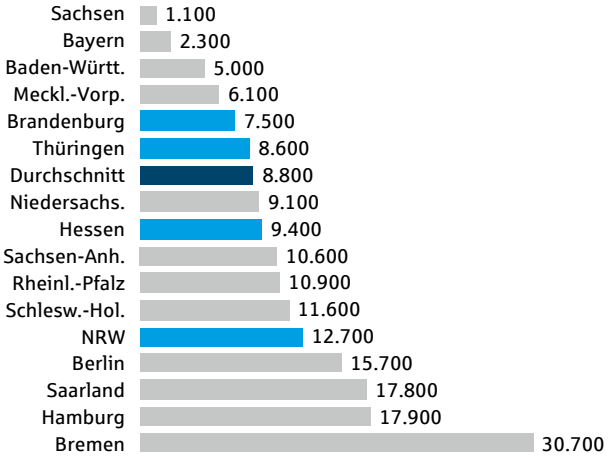
Der NRW-Arbeitsmarkt ist auch für die Kommunen wichtig. Hohe Erwerbslosenraten sind mit hohen Sozialausgaben und zumeist niedrigen Steuereinnahmen verbunden. In der Folge haben die Gemeindehaushalte finanzielle Lasten zu tragen, die sie zum Teil kaum bewältigen können – geschweige denn noch die Mittel, um in die Wettbewerbsfähigkeit des Standortes zu investieren. So weist NRW unter den größten Flächenländern die höchste Verschuldung pro Einwohner aus. Hier müssen Lösungen gefunden werden, die zum einen die Qualifizierung und die Flexibilität der Arbeitssuchenden fördern. Zum anderen ist eine investoren- und gründerfreundliche Politik zu etablieren.

Brandenburg auf Warteposition

Mit seiner Wirtschaftsleistung befindet sich Brandenburg im Mittelfeld der neuen Bundesländer. Es weist 70 % des gesamtdeutschen BIP pro Einwohner aus. Das Wachstum blieb jedoch in den letzten drei Jahren deutlich unterdurchschnittlich. Allerdings zeigte sich auch in diesem Bundesland eine spürbare Verbesserung auf dem Arbeitsmarkt. Die Erwerbslosenrate liegt mit 5,8 % (Oktober 2018) nur noch knapp einen Prozentpunkt über dem Länderdurchschnitt. Der Beschäftigungsanstieg ist mit 1,9 % gegenüber Vorjahr der höchste in Ostdeutschland (ohne Berlin). Dabei profitiert Brandenburg von der dynamischen Entwicklung Berlins. Dort nahmen die Belegschaften sogar um 4,0 % zu, womit sich der Aufholprozess fortsetzt. So liegt der wirtschaftliche Output Berlins pro Kopf immer noch 3 % unter dem gesamtdeutschen Durchschnitt, was für eine Hauptstadt ungewöhnlich niedrig ist.

Verschuldung vielerorts noch problematisch

Schulden der Länder inkl. Gemeinden pro Einwohner in Euro, 2017



Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Volkswirtschaft / Research

Die Brandenburger Industrie konnte in den ersten acht Monaten 2018 einen Umsatzzuwachs von 4,3 % gegenüber dem Vorjahr erreichen und übertraf den deutschen Durchschnitt von 3,8 %. Ähnlich wie in Thüringen nahm die Zahl der Industriebeschäftigten überdurchschnittlich zu. Dies ist ein Hinweis auf die hohe Kapazitätsauslastung und das zunehmende Bedürfnis der Unternehmen, zunächst „geliehene" Arbeitnehmer dauerhaft für den Betrieb zu sichern. Insgesamt dürfte sich in Brandenburg das Wirtschaftswachstum 2018 dem Bundesdurchschnitt annähern. Da sich die Eröffnung des Flughafens Berlin-Brandenburg wahrscheinlich bis Oktober 2020 verzögert, sind im kommenden Jahr keine zusätzlichen Impulse zu erwarten. Für Brandenburg ist deshalb ein **überdurchschnittliches Wachstum unwahrscheinlich**.

Barbara Bahadori



Brexit-Banken packen ihre Sachen für Frankfurt

Viele Finanzinstitute treffen Vorbereitungen für Geschäftsverlagerungen weg von London. Mit Abstand die meisten Brexit-Banken haben sich für den Finanzplatz Frankfurt entschieden.

> *Im Laufe mehrerer Jahre dürften in Frankfurt durch den Brexit mindestens 8.000 neue Finanzjobs entstehen.*

Der Brexit rückt näher und bei immer mehr Instituten **konkretisieren sich die Geschäftsverlagerungen** von London an andere Standorte. Frankfurt ist dabei der Favorit – die Liste von Entscheidungen für das deutsche Bankenzentrum ist zusehends länger geworden. Erst mit Abstand folgen Paris und dahinter andere europäische Städte. Zahlreiche Banken, darunter namhafte Institute, haben die Main-Metropole als ihren in Zukunft wichtigsten EU-Hub benannt und damit eine strategische Grundsatzentscheidung pro Frankfurt getroffen. Darüber hinaus befinden sich noch Institute im Dialog mit den hiesigen Aufsichtsbehörden.

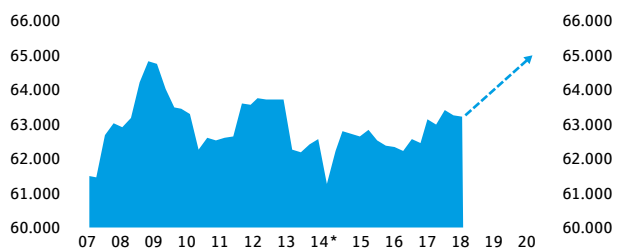
Personalaufstockung über mehrere Jahre

Bereits 2016 hatten wir eine Prognose über den Umstrukturierungsprozess im europäischen Finanzplatzgefüge abgegeben. Diese Schätzung, die auf einer Einigung bei den Brexit-Verhandlungen basiert, gilt weiterhin: Von den Brexit-bedingt an anderen Finanzstandorten entstehenden Jobs dürfte Frankfurt dank seiner Favoritenrolle rund die Hälfte auf sich ziehen. Dieser mehrjährige Auf- und Ausbau von mindestens 8.000 Finanzjobs in der Main-Metropole ist diesen **Sommer angelaufen**. Teilweise wird es Jobverlagerungen von der Themse an den Main geben, die bei den betroffenen Mitarbeitern entweder mit einem privaten Umzug oder einem Pendeln zwischen beiden Finanzmetropolen einhergehen. Teilweise werden Rekrutierungen hier stattfinden oder Deutsche, die jahrelang bei Banken im Ausland tätig waren, für die neuen Jobs in Frankfurt gewonnen. Die Sichtweise von London auf Frankfurt hat sich seit dem Referendum positiv verändert.

Schon bald sollte sich der Brexit-Effekt deutlich positiv in der hiesigen Beschäftigung bemerkbar machen. Gleichzeitig sorgen vermehrte Digitalisierungs- und Regulierungsanforderungen für ein erhöhtes Arbeitsvolumen in den Kreditinstituten und Aufsichtsbehörden hierzulande. Allerdings dürfte sich auch die Konsolidierung im deutschen Bankwesen fortsetzen. Allein bis Ende 2020 rechnen wir für Frankfurt mit einem Brexit-bedingten Zuwachs von rund 4.000 Bankern, von denen mehr als die Hälfte von ausländischen Instituten generiert werden dürfte. Abzüglich der durch Konsolidierung wegfallenden Jobs lässt dies dann einen Stand von insgesamt **65.000 Bankbeschäftigten** in der Main-Metropole erwarten. Mittelfristig ist von einem weiteren Beschäftigungsaufbau der Brexit-Banken in Frankfurt auszugehen.

Brexit treibt Bankbeschäftigung in die Höhe

Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte im Frankfurter Bankensektor



* statistischer Bruch

Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Helaba Volkswirtschaft / Research

Ulrike Bischoff



Frankreich

Fitnesstrainer Macron braucht mehr Zeit

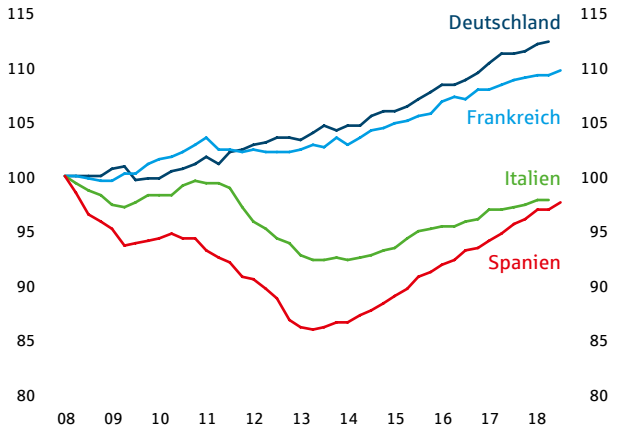
Die Reformen von Präsident Macron sind wichtig, da sie die Wettbewerbsfähigkeit des Landes erhöhen. Schnelle Wachstumserfolge sollten allerdings nicht erwartet werden. 2019 wächst das Land fast im Durchschnitt der Eurozone.

Mit der Wahl von Emmanuel Macron zum Präsidenten im Frühjahr 2017 waren die Hoffnungen groß, dass sich das Wirtschaftswachstum rasch beleben würde. Nach immerhin 2,3 % steigt das Bruttoinlandsprodukt 2018 nur noch um 1,6 %. Eine gewisse Enttäuschung ist mittlerweile im Land spürbar. **Geduld ist aber angesagt,** denn die Strukturreformen wirken mit Zeitverzug. Dies gilt nicht nur für die durchgeführten Änderungen des Arbeitsrechts, die die Flexibilität und Effizienz in den Unternehmen erhöhen. Auch die Steuersenkungen auf Kapitalerträge, die schrittweise Absenkung der Körperschaftsteuer auf 25 % sowie die Beschränkung der Vermögensteuer auf größere Immobilienvermögen dürften sich allmählich in zusätzlichen Investitionen niederschlagen. Die Erhöhung der Sozialsteuer CSG bei gleichzeitiger Senkung der Sozialabgaben verringert die Arbeitskosten und wird sich mittelfristig positiv auf die Beschäftigung auswirken.

Eine große Herausforderung für die Regierung ist die **Stärkung der Industrie**. Seit 2009 ist die Produktion des Sektors nur um gut 12 % gestiegen, während die deutsche ein Plus von mehr als 35 % aufweist. Die vorhandenen Strukturschwächen lassen sich nur allmählich beheben. So hat Frankreich keine mit Deutschland vergleichbaren wettbewerbsstarken industriellen Cluster. Nach wie vor haben die Unternehmen zu wenige hochwertige, innovative Produkte im Angebot und der Mittelstand ist traditionell exportschwach. Immerhin konnte der Lohnkostenanstieg begrenzt werden. Positiv sind auch die Reformen der beruflichen Bildung zu werten.

Französische Verbraucher zuletzt etwas zurückhaltender

Reale private Konsumausgaben, Index: Q1 / 2008 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Die Schwäche der französischen Industrie zieht den Außenhandel in Mitleidenschaft.

2019 dürfte das Bruttoinlandsprodukt mit 1,5 % annähernd so stark steigen wie in der Eurozone. 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 in Kraft trat. Dies sollte sich neben der steigenden Beschäftigung 2019 positiv auf die privaten Verbrauchsausgaben auswirken. Die Tariflohnsteigerungen haben zuletzt weiter zugenommen. Von der Preisentwicklung ist allerdings mit keiner Entlastung zu rechnen. Die Inflation wird 2019 bei rund 2 % liegen. Trotz der nur zögerlich sinkenden Arbeitslosigkeit dürfte der **Privatkonsum** durchschnittlich zulegen.

Französischer Staat ausgabenfreundlicher

In Frankreich steigt das staatliche Defizit 2019 wieder. Nach den Planungen der Regierung wird ein Wert von 2,8 % des Bruttoinlandsprodukts zugrunde gelegt, nach 2,6 % im Vorjahr. Neben dem schwächeren Wachstum sind Sondereffekte wie die Übernahme der Verschuldung der Staatsbahn SNCF ein Grund hierfür. Die **Sanierung der öffentlichen Finanzen** kommt nur zögerlich in Gang. Geplant ist ein moderater Arbeitsplatzabbau im öffentlichen Dienst über mehrere Jahre. Zudem gibt es Überlegungen, einige Sozialleistungen nicht mehr automatisch mit der Inflationsrate steigen zu lassen.

Das französische Geschäftsklima hat sich zuletzt eingetrübt. Die **Ausrüstungsinvestitionen** sind 2018 nur noch um schätzungsweise gut 3 % gestiegen. Zwar dürften diese auch 2019 einen positiven Wachstumsbeitrag liefern; da sich eine konjunkturelle Erholung allerdings erst allmählich einstellt, wird der Anstieg der Kapitalbildung kaum höher ausfallen als im Vorjahr. Nur moderate Impulse kommen weiterhin von den **Bauaktivitäten**, während der **Außenhandel** 2019 einen leicht negativen Wachstumsbeitrag erbringen dürfte.

Dr. Stefan Mütze

Prognose	2018s	2019p	2020p
BIP, real % gg. Vj.	1,6	1,5	1,8
Inflationsrate, % gg. Vj.	2,1	2,0	1,8
Arbeitslosenquote, %	9,2	8,9	8,5

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

Italien

Ein riskanter Ritt

Die neue Fiskalpolitik Italiens ist zweischneidig: Kurzfristig leicht positive Konjunktureffekte gehen mit einer Verunsicherung und höheren Kapitalmarktzinsen einher. Da die Regierung keine strukturellen Reformen plant, kann dauerhaft nicht mit einem lebhafteren Wirtschaftswachstum gerechnet werden.

Die neue populistische Regierung Italiens hat mit ihren **Haushaltsplanungen für Verunsicherung gesorgt**. Danach soll das öffentliche Defizit 2019 auf 2,4 % steigen und bis 2021 nur sehr zögerlich gesenkt werden. Eigentlich war für 2019 ein Wert von 0,8 % ausgemacht. Damit provoziert die Regierung einen Konflikt mit der EU-Kommission. Die Kapitalmärkte haben hierauf mit Nervosität reagiert. Der Spread zu deutschen Bundesanleihen ist auf rund drei Prozentpunkte gestiegen.

Die Regierung hat teure Ausgabenwünsche formuliert. Dazu gehören ein Bürgergeld von 780 Euro, erste Schritte zur Einführung einer Flat Tax sowie das Zurückdrehen der Rentenreform. Gegenfinanzierungspläne bestehen kaum. Verschärft wird die Situation dadurch, dass auf die ursprünglich geplante Mehrwertsteuererhöhung verzichtet werden soll und das Wirtschaftswachstum zuletzt zum Stillstand gekommen ist. Die Einkaufsmanager sind seit Regierungsantritt deutlich pessimistischer geworden. 2018 liegt das Wirtschaftswachstum mit schätzungsweise 1 % nur etwa halb so hoch wie in der Eurozone.

Verschuldung in Italien als Risiko

Die Dringlichkeit für eine solide Haushaltspolitik ist groß, da Italien mit über 130 % des BIP die **zweithöchste Staatsverschuldung** in der Währungsunion nach Griechenland



aufweist. Aufgrund des Drucks der Märkte dürfte es im Haushaltsstreit letztlich zu einer Annäherung zwischen Rom und Brüssel kommen. Auch wenn dies der Fall ist, wird die Fiskalpolitik aber expansiver ausfallen. Kurzfristig wären hierdurch positive Wachstumsimpulse möglich. Allerdings ist diese Politik zweischneidig: Bereits jetzt belastet der höhere Zinsspread die italienischen Banken stark. Ihre Refinanzierungskosten haben sich deutlich erhöht und die Kreditvergabe könnte gebremst werden. Negative Wachstumseffekte sind damit nicht auszuschließen. Möglich ist zudem, dass in diesem Umfeld ausländische Direktinvestitionen reduziert werden.

Sollte es zu einem positiven **fiskalischen Impuls** kommen, wird der **Nettoeffekt eher klein** ausfallen. Immerhin dürfte das Wirtschaftswachstum 2019 auf 1,3 % leicht steigen. Überdurchschnittlich dürften die Konsumausgaben zunehmen, während vom Außenhandel kein positiver Effekt zu erwarten ist.

Seit 2001 ist Italien regelmäßig schwächer als der Durchschnitt der Währungsunion gewachsen. Dies zeigt, dass nicht eine temporäre Nachfrageschwäche, sondern handfeste **strukturelle Probleme** vorliegen. Die geplanten

Prognose	2018s	2019p	2020p
BIP, real % gg. Vj.	1,0	1,3	1,6
Inflationsrate, % gg. Vj.	1,3	1,4	1,3
Arbeitslosenquote, %	10,4	9,8	9,4

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

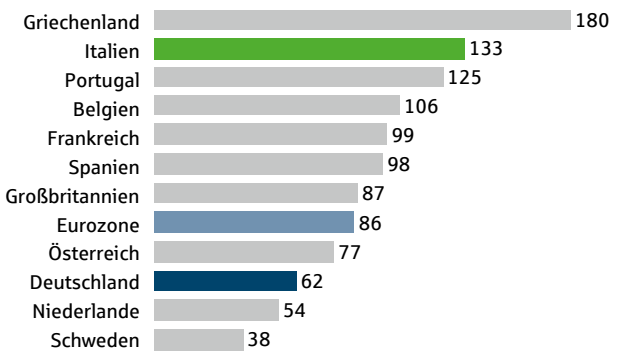
Maßnahmen helfen nicht weiter. Vor allem die Rücknahme der Rentenreform mit der Folge eines früheren Ruhestands dürfte kontraproduktiv wirken. Soweit überhaupt Spielraum für höhere Ausgaben vorhanden ist, sollte er für die Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit Italiens verwandt werden.

> *Gute Wirtschaftspolitik ist mehr, als Wahlgeschenke zu verteilen.*

Der Einsturz der Morandi-Brücke in Genua hat drastisch vor Augen geführt, dass die Infrastruktur erneuert und erweitert werden muss. Nur so lassen sich Wachstumshemmnisse beseitigen. Die Wirtschaftspolitik setzt allerdings hier wie bei der Verbesserung des (beruflichen) Bildungssystems oder der Innovationsförderung keine Schwerpunkte. Ohne nennenswert zusätzliche Kosten ließen sich die Effizienz der Verwaltung und des Rechtssystems erhöhen sowie weitere Reformen am Arbeitsmarkt vornehmen.

Italien muss beim Schuldenabbau mehr tun

Öffentlicher Schuldenstand, Q2 / 2018, % des BIP



Quellen: Eurostat, Helaba Volkswirtschaft / Research

Dr. Stefan Mütze

Spanien

Etwas weniger Schwung

Der hohe spanische Wachstumsvorsprung zur Eurozone in den vergangenen Jahren dürfte sich bis 2020 auf wenige Zehntel zurückbilden. Um den Aufholprozess bei den Einkommen fortzusetzen, wären Strukturmaßnahmen zur Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit angesagt, die allerdings auch 2019 nicht zu erwarten sind.

Spanien musste im letzten Jahrzehnt – ähnlich wie andere Länder im Süden Europas – gleich zwei Rezessionen überstehen. Obwohl die Wirtschafts- und Finanzkrise sowie die europäische Staatsschuldenkrise zu erheblichen Verwerfungen führten, ist bereits 2017 das Vorkrisenniveau von Anfang 2008 überschritten worden.

Trotzdem ist das Land im Vergleich zur gesamten Eurozone ärmer geworden. Das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf beträgt 2018 etwa 77 % des Durchschnitts im gemeinsamen Währungsraum, während es 2007 noch gut 84 % waren. Es bleibt also noch eine Lücke, die zunehmend langsamer geschlossen wird. Nach drei Jahren mit **Raten von 3 % und mehr** wächst Spanien 2018 nur noch um 2,5 %. 2019 dürften es 2,3 % sein.

Fiskalpolitik im Fokus

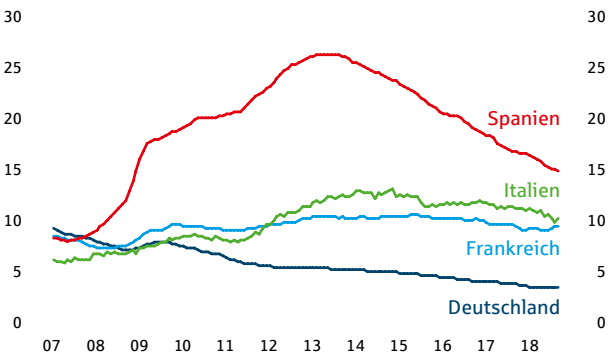
In diesem Umfeld will die spanische Regierung ihre Haushaltspolitik etwas lockern. Trotzdem dürfte 2018 mit einem Budgetdefizit von 2,7 % des BIP zum ersten Mal seit zehn Jahren der Maastricht-Grenzwert von 3 % unterschritten werden. Ob 2019 die avisierten 1,8 % erreicht werden, ist fraglich. Um eine **Mehrheit für den Haushalt** zu erreichen, musste die sozialistische Minderheitsregierung der linken Podemos entgegenkommen und die Ausgaben in einigen Bereichen erhöhen.

Beschäftigung steigt

Die spanische Beschäftigung ist zuletzt mit Raten um 2,5 % gestiegen. 2019 ist hier nur eine moderate Abschwächung zu erwarten. Die Lohnerhöhungen dürften mit rund 2 % etwas stärker ausfallen als die Inflationsrate. Positiv für die Haushaltseinkommen ist, dass die Altersbezüge an den Preisindex gekoppelt und niedrige Renten erhöht werden sollen. Die Sparquote dürfte sich nach dem jüngsten Rückgang stabilisieren. Damit wird der **Konsum** 2019 in etwa so stark zulegen wie das Bruttoinlandsprodukt.

Spanische Arbeitslosigkeit sinkt rapide

Harmonisierte Arbeitslosenquote, %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research



Binnennachfrage gibt Impulse

Weiter dynamisch expandieren sollten die **Ausrüstungen** und die **Bautätigkeit**. Positiv wirkt sich die zusätzliche Förderung des sozialen Wohnungsbaus aus. 2018 sind die Exportzuwächse zurückgegangen, während die Einfuhren aufgrund der starken Binnennachfrage deutlich stärker gestiegen sind. Damit war der Wachstumsbeitrag des Außenhandels negativ. Da sich die europäische Konjunktur erst im Verlauf von 2019 bessern dürfte, ist im Gesamtjahr mit keinem positiven Wachstumsbeitrag des Außenhandels zu rechnen. Auch der **Boom im** für Spanien wichtigen **Tourismus ist fürs Erste vorbei**. Mittlerweile sind konkurrierende Ziele wie die Türkei oder Ägypten verhältnismäßig günstiger geworden. 2018 dürfte die Zahl der nach Spanien reisenden Ausländer auf knapp 82 Mio. leicht gesunken sein.

Das überdurchschnittliche Wirtschaftswachstum ist auch in Spanien kein Selbstläufer.

Um weiterhin überdurchschnittlich zu expandieren und damit mittelfristig das Einkommensniveau der Eurozone zu erreichen, müsste Spanien seine **strukturellen Schwächen konsequenter bekämpfen**. Neben Reformen am Arbeitsmarkt sind Investitionen in Forschung und Entwicklung sowie die Verbesserung des Bildungswesens vordringlich. Trotz des hohen Wirtschaftswachstums sinkt die öffentliche Verschuldung von aktuell immer noch 98 % des BIP kaum.

Prognose	2018s	2019p	2020p
BIP, real % gg. Vj.	2,5	2,3	2,1
Inflationsrate, % gg. Vj.	1,8	1,7	1,6
Arbeitslosenquote, %	15,4	14,0	13,0

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

Dr. Stefan Mütze



Großbritannien

Brexit rollt an

Bald ist es so weit: Der Brexit tritt formell in Kraft. Gegen Ende der zweijährigen Verhandlungsphase könnte es aber noch äußerst spannend werden. Trotz des Risikos eines „No-Deal"-Szenarios ist ein geregelter EU-Austritt der wahrscheinlichere Ausgang. Damit halten sich die Folgen für die Konjunktur in Grenzen. Die britische Wirtschaft dürfte mit 1,2 % dennoch nur moderat wachsen.

In Großbritannien dominiert der Brexit. Je näher der offizielle Austrittstermin am 29. März 2019 um 23 Uhr britischer Zeit rückt, desto mehr wächst die **Nervosität**. Einigt sich die britische Regierung mit der EU über ein Austrittsabkommen? Des Öfteren galten in Brüssel Verhandlungen schon als gescheitert, bevor dann doch der Durchbruch kam. Findet eine potenzielle Einigung überhaupt eine Mehrheit im britischen Parlament? Klappt die Ratifizierung auf Seiten der EU, d.h. im Europäischen Rat, im Europäischen Parlament bzw. gegebenenfalls in den nationalen Parlamenten? Die Unsicherheit ist groß und die Uhr tickt gnadenlos.

Entscheidend ist eine Einigung über ein **Austrittsabkommen**. Bei Erfolg tritt eine Übergangsphase bis voraussichtlich Ende 2020 in Kraft, in der sich das aktuelle Verhältnis Großbritanniens zur EU quasi nicht ändert. Die zukünftigen Beziehungen, also nach Ende der Übergangsphase, könnten theoretisch noch während letzterer ausgehandelt werden. Allerdings streben die Briten dafür klare Absichtserklärungen bereits im Rahmen des Austrittsabkommens an.

„No-Deal"-Szenario wäre schmerzhaft

Sollten die Verhandlungen oder die Ratifizierung scheitern, scheiden die Briten ohne Abkommen aus der EU aus. Neben den dann obligatorischen Zöllen wären massive Probleme bei der Zollabwicklung und erhebliche rechtliche Unsicher-

heiten absehbar. Dies würde zumindest kurzfristig **Verwerfungen** im Außenhandel mit sich bringen. Falls Großbritannien und die EU dennoch kooperieren, wäre ein heftiger konjunktureller Rückschlag zeitlich begrenzt. Falls nicht, dürften die wirtschaftlichen Konsequenzen für Großbritannien sehr schmerzhaft werden.

Prognose	2018s	2019p	2020p
BIP, real % gg. Vj.	1,3	1,2	1,5
Inflationsrate, % gg. Vj.	2,5	2,2	2,2
Arbeitslosenquote, %	4,1	4,3	4,4

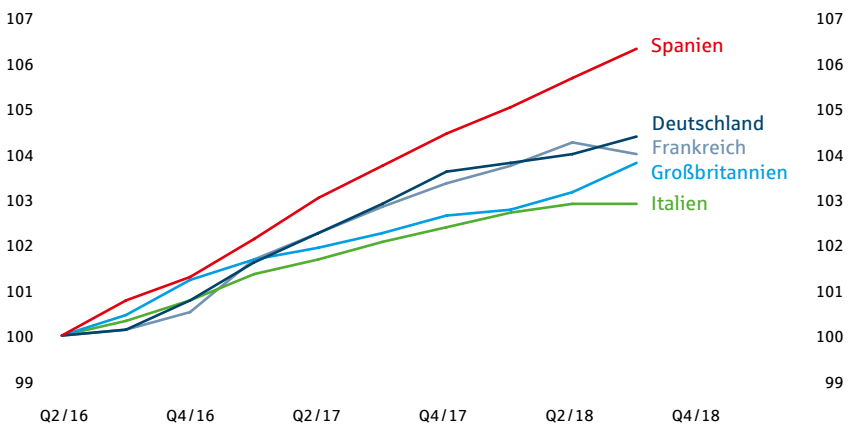
s = Schätzung, p = Prognose
Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Noch Klippen vor Brexit-Deal

Das Austrittsabkommen soll quasi ausgehandelt sein. Ein Knackpunkt ist die irisch-nordirische Grenze. Diese Frage ist nicht losgelöst von der zukünftigen Abwicklung im Außenhandel. Mays Vorschlag für einen offenen Warenhandel, aber Restriktionen bei Dienstleistungen, im Kapitalverkehr und bei der Arbeitnehmerfreizügigkeit bedarf noch Anpassungen. Er dürfte jedoch die Basis für eine **Verhandlungslösung** darstellen. Schließlich entsprechen reguläre Zollkontrollen auch nicht den wirtschaftlichen Interessen der EU.

Großbritannien wächst seit Brexit-Votum schwächer

BIP, indexiert Q2 / 2016 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Alternativ ist jedoch ein Freihandelsabkommen mit Zollgrenze möglich.

Das britische Parlament stellt bei der Ratifizierung vermutlich die **größte Hürde** dar. May strebt eine eigene Mehrheit mit ihrer Konservativen Partei und der nordirischen DUP an. Auch wenn manche Brexit-Hardliner die Zustimmung verweigern, könnten einzelne Stimmen aus der Opposition der Premierministerin zur notwendigen Mehrheit verhelfen. Selbst unabhängig vom Brexit-Ausgang steht für May ein schwieriges Jahr an. Neuwahlen sind für die Konservativen angesichts unsicherer Umfragen jedoch keine attraktive Option.

Moderate Konjunktur

Bei der von uns erwarteten Einigung wird die britische Konjunktur kaum auf den formellen EU-Austritt reagieren. Schließlich bleiben dank der Übergangsphase die Regelungen vorerst bestehen. Grundsätzlich belastet der

Brexit aber das Wachstum. Nach dem Referendum im Juni 2016 ist die britische Wirtschaft zwar nicht in eine Rezession versunken. Dennoch steht sie im Vergleich mit anderen europäischen Ländern schlecht da. Die **Bremseffekte** wirkten sich zunächst beim privaten Konsum und zunehmend bei den Investitionen aus.

Der private Konsum dürfte sich 2019 auf dem derzeit moderaten Wachstumsniveau stabilisieren. Der Arbeitsmarkt ist bemerkenswert robust, die reale Einkommensentwicklung wird sich etwas verbessern. Die Unternehmensinvestitionen werden aber vermutlich etwas langsamer zunehmen. Leichte Impulse kommen vom Staat – in Form höherer Ausgaben und steuerlicher Entlastungen. Insgesamt dürfte das Bruttoinlandsprodukt 2019 mit 1,2 % marginal weniger als 2018 wachsen.

Die Inflation hat ihren Zenit bereits überschritten, da der Effekt der Pfund-Abwertung nachgelassen hat. 2019 wird sich die Teuerungsrate geringfügig auf durchschnittlich 2,2 % verringern. Für die Bank of England besteht daher kein akuter Handlungsdruck. Angesichts der niedrigen Arbeitslosenquote bzw. bereits etwas **höherer Lohnzuwächse** wird die Notenbank ihren Normalisierungskurs zaghaft mit einer Leitzinsanhebung auf 1,0 % fortsetzen. Voraussetzung hierfür und für das gesamte Konjunkturszenario bleibt jedoch eine erfolgreiche Brexit-Einigung.

> *Today, we do not know what they want, they do not know themselves what they really want. That is a problem.*
>
> Litauische Staatspräsidentin Dalia Grybauskaitė über die britische Regierung

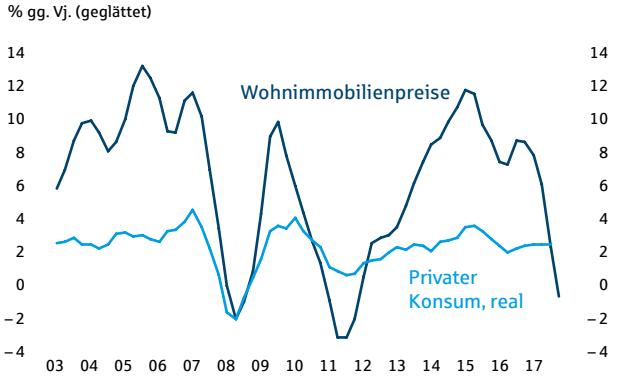
Christian Apelt, CFA

Nordeuropa

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 dürfte 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. 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.

Sinkende Hauspreise bergen Potenzial für schwächeren Konsum



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Research



In der Industrie ist die Stimmung gut. Die Produktion wird im nächsten Jahr um ca. 4 % zunehmen. Mit Wachstumsimpulsen rechnen wir auch von fiskalpolitischer Seite. Seit den **Parlamentswahlen** im Herbst 2018 gestaltet sich die Regierungsbildung schwierig. Die beiden großen Blöcke aus Liberal-Konservativen und Sozialdemokraten erreichen keine Mehrheit, sodass sie auf die als rechtspopulistisch geltenden Schwedendemokraten angewiesen sind.

> *Die Regierungsbildung könnte zu höheren Staatsausgaben führen.*

Neuwahlen sind nicht ausgeschlossen. Sollten die Schwedendemokraten an der nächsten Regierung beteiligt sein, könnte der **Staatskonsum** um bis zu 2 % steigen und damit das Wachstum stützen. Per saldo dürfte das Wirtschaftswachstum 2019 mit 2,4 % trotzdem etwas unter dem Vorjahresergebnis liegen.

Immobilienpreise im Fokus

Der Wohlstand der Haushalte ist stark durch ihr Immobilienvermögen geprägt. Der Immobilienboom der vergangenen Jahre führte zu einer hohen Verschuldung der Haushalte von 163 % des verfügbaren Einkommens. Angesichts dessen wurden Anfang 2018 strengere Vorschriften bei Immobilienfinanzierungen erlassen, was zu sinkenden Häuserpreisen beigetragen hat. Diese sind seit Jahresbeginn um 1,4 % gefallen, in den Großstädten betragen die Preisrückgänge sogar 6 %. Auch die **Neubauaktivitäten** haben sich in den letzten Quartalen abgeschwächt und werden im kommenden Jahr dazu führen, dass der **Bausektor** nochmals einen negativen Wachstumsbeitrag liefert. Die Wohnimmobilienpreise dürften sich derweil aufgrund des weiterhin niedrigen Zinsniveaus und des guten Arbeitsmarktes stabilisieren. Insofern ist auch die Konsumperspektive nach einer vorübergehenden Schwäche im Jahr 2019 solide.

Prognose	2018s	2019p	2020p
BIP, real % gg. Vj.	2,8	2,4	2,4
Inflationsrate, % gg. Vj.	1,9	2,2	2,0
Arbeitslosenquote, %	6,3	6,4	6,4

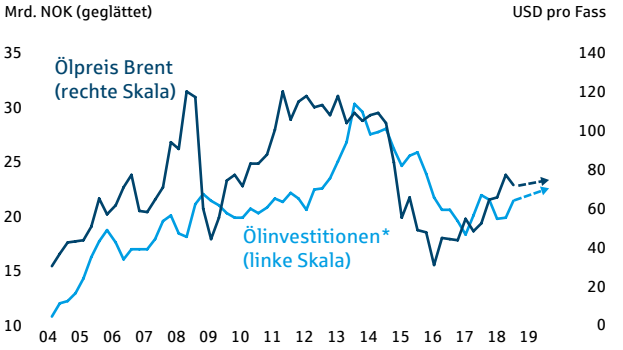
s = Schätzung, p = Prognose
Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Patrick Boldt

Norwegen: Öl als Energydrink

Das Wirtschaftswachstum in Norwegen nimmt nach einem schwachen Jahresauftakt 2018 Fahrt auf. 2019 kann das Land aber in zunehmendem Maße seine **Stärke im Ölsektor** ausspielen. Dank des höheren Ölpreises steigen das Vertrauen sowie die Investitionen in die Ölindustrie wieder. Entsprechend erreichte der Leistungsbilanzüberschuss Norwegens im zweiten Quartal dieses Jahres mit fast 81 Mrd. Kronen das höchste Niveau seit Anfang 2015. Auch die Auftragseingänge ziehen bereits an. Damit sollte im kommenden Jahr der Offshore-Bereich der Haupttreiber des Wachstums sein.

Ölindustrie wird durch höheren Ölpreis angeregt



* Prognose Ölinvestitionen: Norges Bank

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Research

Festland solide

Das Festland wird ebenfalls zum Wachstum beitragen, denn auch die Stimmung bei den Verbrauchern liegt auf sehr hohem Niveau. Im Verarbeitenden Gewerbe ist das **Geschäftsklima günstig**, was für solide Investitionen spricht. Per saldo gehen wir für 2019 mit 2,4 % von einem stärkeren Wachstum aus. Der Arbeitsmarkt dürfte sich aufgrund der freundlichen Wirtschaftslage weiter verbessern. Dementsprechend rechnen wir mit Lohnsteigerungen um 3 %. Die Inflation zog in den letzten Monaten deutlich an. Die Kerninflation ist noch niedrig, aber aufwärts gerichtet. Im nächsten Jahr dürften die Preise um durchschnittlich 2,8 % steigen und damit deutlich über dem Ziel der Notenbank von 2 % bleiben.

Ein **Belastungsfaktor** für die norwegische Wirtschaft war 2018 der **Wohnimmobilienmarkt**. Nach einer Korrektur ziehen die Preise aber inzwischen wieder an und markierten sogar jüngst neue Allzeithochs. Im nächsten Jahr dürfte der dämpfende Effekt auslaufen und der Erwartung eines beschleunigten Wirtschaftswachstums nicht entgegenstehen.

Prognose	2018s	2019p	2020p
BIP, real % gg. Vj.	1,9	2,4	2,4
Inflationsrate, % gg. Vj.	2,6	2,8	2,8
Arbeitslosenquote, %	3,9	3,6	3,5

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

> *Die Zentralbank dürfte die Immobilien-Euphorie dämpfen.*

Schon bald könnte die Euphorie am Häusermarkt aber enden, denn die norwegische Zentralbank hat die **Zinswende** eingeleitet. So wurden die Leitzinsen Ende September erstmals seit Ende 2011 auf 0,75 % angehoben. Mit Blick auf die gute wirtschaftliche Entwicklung signalisiert die Norges Bank weitere Erhöhungen. Wir gehen von einem **Zinsschritt im ersten Quartal 2019** aus. Danach dürften die Zinsen im Halbjahrestakt steigen. Die Norges Bank wird vor dem

Hintergrund der hohen Häuserpreise und einer Verschuldung der Privathaushalte von durchschnittlich fast 200 % des Einkommens bei Zinserhöhungen jedoch mit großer Vorsicht vorgehen.

Westeuropas größter Ölproduzent verfügt über einen **Staatsfonds** im Umfang von 1 Billion US-Dollar, der die Einnahmen aus der Öl- und Gasindustrie verwaltet. Das Fondsvermögen wird zu gut zwei Dritteln in Aktien investiert. 30 % sind in Rentenpapiere angelegt und ein geringer Teil der Investments fließt in Immobilien. Um den Wohlstand auch nach Erliegen der Ölförderung zu gewährleisten, darf die norwegische Regierung maximal 3 % des Fondsvolumens jährlich ausgeben. In den letzten Jahren agierte die Fiskalpolitik expansiv, um dem Ölpreisverfall und den rückläufigen Investitionen in die Energiewirtschaft entgegenzuwirken. 2019 sollten die Einlagen die Entnahmen aus dem Staatsfonds aber wieder übertreffen. Damit ist Norwegen für den nächsten Fitnesstest gewappnet.

Ein wichtiges Thema bleibt die Unsicherheit über die Zukunft des Welthandels. Zwar exportiert das Land einen Großteil seiner Güter in die EU, die Exportentwicklung in das Vereinigte Königreich könnte jedoch unter den Folgen des Brexits leiden.

Patrick Boldt

Polen, Tschechien, Ungarn

Fachkräftemangel allerorts

Zentralosteuropa ist eine der dynamischsten Regionen in der EU. Für 2019 zeichnet sich jedoch in Polen, Tschechien und Ungarn ein Tempoverlust ab, der von mehreren Bremsfaktoren ausgelöst wird. Einiges spricht dafür, dass die Highspeed-Zeiten nicht so bald wiederkehren.

Prognose	2018s	2019p	2020p
BIP, real % gg. Vj.	5,0	4,0	3,3
Inflationsrate, % gg. Vj.	1,9	2,2	1,8
Arbeitslosenquote, %	6,1	5,6	5,5

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

Nach einem fulminanten Jahr 2018 mit Wachstumsraten zwischen rund 3 % und 5 % wird das BIP in Polen, Tschechien und Ungarn 2019 noch um rund 2 ½ % bis 4 % gegenüber dem Vorjahr zulegen. Damit stehen die Zeichen auf Abkühlung, wenngleich die Dynamik deutlich oberhalb des EU-Durchschnitts bleibt.

Privater Verbrauch trägt Wachstum

Der private Konsum ist in den drei Ländern weiterhin ein wichtiger Pfeiler des Wachstums. Insbesondere Polen und Ungarn haben durch eine konsequent verbraucherfreundliche Politik gezielt den privaten Verbrauch gestärkt. Das **Konsumentenvertrauen** scheint seinen Zenit allerdings überschritten zu haben, sodass beim Konsum nach den hohen Vorjahreswerten für 2019 von schwächeren Zuwachsraten auszugehen ist.

Auch das **Industrievertrauen** hat abgenommen. Die Auftragseingänge und die Produktion für die kommenden Monate werden von den Unternehmen kritischer eingeschätzt als noch vor einigen Monaten. Zusätzlich sorgen die Arbeitsmärkte für Ungemach: Die **Arbeitslosenquoten** haben historische Tiefstände erreicht. In Tschechien übersteigt mittlerweile die Zahl der freien Stellen deutlich die Zahl der Arbeitslosen.



Engpassfaktor Fachkräftemangel

Nach EU-Umfragen fühlen sich Unternehmen in Ungarn am stärksten vom Fachkräftemangel ausgebremst: Fast 90 % der befragten Unternehmen sind mittlerweile überzeugt, dass der Faktor Arbeit die Produktion einschränkt, Tendenz steigend. In Polen und Tschechien wird dies ebenfalls zunehmend als Problem empfunden. Gleichzeitig **steigt die Kapazitätsauslastung** in allen drei Ländern weiter stark an und nähert sich den Höchstständen vor der Finanzkrise bzw. überschreitet sie bereits, wie in Polen.

> *Die Arbeitsmarktproblematik wird sich nicht kurzfristig lösen lassen.*

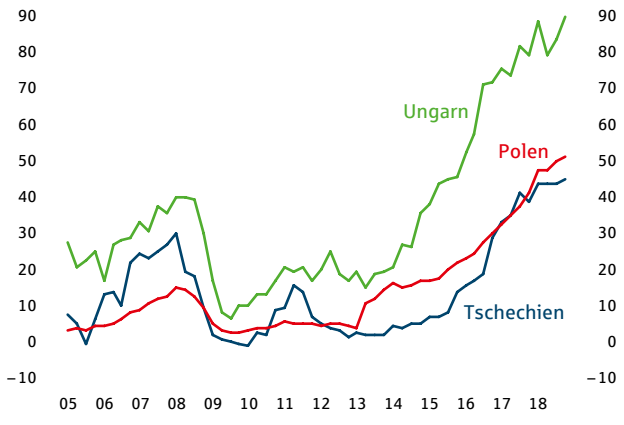
Das Problem des immer engeren Arbeitsmarktes lässt sich nicht kurzfristig lösen. Die Politik verfügt z. T. sogar kontraproduktive Maßnahmen – so in Polen, wo die Regierung Ende 2017 eine Erhöhung des Rentenalters zurückgenommen hatte. Prognosen zur **Bevölkerungsentwicklung** deuten auf eine weitere Verknappung am Arbeitsmarkt hin. Polen holt daher bereits ukrainische Gastarbeiter ins Land und hofft, dass im Zuge des Brexit ein Teil der auf eine Million geschätzten Landsleute aus Großbritannien zurückkehrt. Tschechien plant Änderungen bei der Berufsausbildung. Rasche Abhilfe wird dies jedoch nicht bringen.

Inflation bleibt moderat

Trotz Lohnerhöhungen in z. T. zweistelliger Höhe sind die **Inflationsraten** in den drei Ländern bislang nur moderat gestiegen. Die Notenbanken in Ungarn und Polen werden den Leitzins 2019 daher aller Voraussicht nach noch nicht anheben, was den Regierungen gelegen kommen dürfte. Die Tschechische Zentralbank hingegen hat kurz nach der Aufhebung des Euro-Krone-Mindestkurses schon 2017

Engpassfaktor Arbeitsmarkt

EU-Umfrage: Beschränkt der Faktor Arbeit die Produktion?
Antworten in %, saisonbereinigt



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

einen konsequenten Zinsstraffungskurs eingeleitet, der 2019 fortgesetzt wird. Möglichen Preistreibern wie Lohnerhöhungen und stark ausgelasteten Kapazitäten in den drei Ländern stehen die langsamere Gangart der Konjunktur sowie der hohe Wettbewerb und Produktivitätsfortschritte der Unternehmen gegenüber. Insgesamt wird der Verbraucherpreisanstieg 2019 mit rund 2 % (Polen und Tschechien) und 3 ½ % (Ungarn) daher im Rahmen der **Inflationsziele** der Notenbanken bleiben.

Prognose	2018s	2019p	2020p
BIP, real % gg. Vj.	2,8	2,6	2,5
Inflationsrate, % gg. Vj.	2,2	2,2	2,0
Arbeitslosenquote, %	3,2	3,0	3,0

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

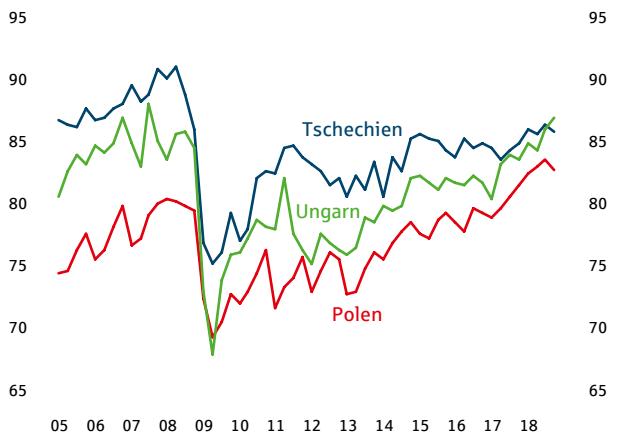
Stabile Fiskalpolitik als Signal an Investoren

Die expansive Fiskalpolitik hat das Wachstum entscheidend unterstützt. Dennoch bleiben die Haushaltssalden in Polen, Tschechien und Ungarn in den Grenzen der Konvergenzkriterien, wie die letzten Berichte von EU-Kommission und EZB dazu bestätigen. Die Länder dürften weiterhin Ergebnisse anstreben, die Investoren **Stabilitätsorientierung** signalisieren und unnötigen **Ärger mit der EU vermeiden**. Die polnische Regierung wird mit Blick auf die Parlamentswahlen im Herbst 2019 spendabel bleiben. Die beste Zeit zur Konsolidierung ist mit dem Konjunkturboom jedenfalls verstrichen.

Die beste Zeit zum Aufbau von Finanzpolstern ist vorbei.

Kapazitäten stoßen an Grenzen

EU-Umfrage: Kapazitätsauslastung Verarbeitendes Gewerbe in %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Standortattraktivität zählt

Die konjunkturelle Entwicklung in Zentralosteuropa ist untrennbar verknüpft mit den Investitionsbedingungen. Noch können Polen, Tschechien und Ungarn hier wichtige Argumente in die Waagschale werfen, wie attraktive Steuersätze, relativ niedrige Arbeitskosten und üppige Fördermöglichkeiten aus EU-Mitteln.

Ungarn ist mit einer Unternehmensbesteuerung von rund 11 % EU-weit unschlagbar, aber auch Polen und Tschechien liegen mit 19 % weit unter dem deutschen Wert von rund 30 %. Die **Arbeitskosten** sind trotz kräftiger Lohnerhöhungen immer noch vergleichsweise niedrig. Zudem gibt es im Rahmen der EU-Strukturpolitik und von den nationalen Regierungen teils umfangreiche Fördermöglichkeiten, von denen z. B. Investitionen der deutschen Automobilindustrie vor Ort profitieren.

Querelen mit der EU, wie die laufenden **Rechtsstaatlichkeitsverfahren** gegen Polen und nun auch gegen Ungarn,

schrecken Investoren bislang offenbar kaum ab. Neue Produktionsstätten sind in Planung. Ohnehin könnten am Ende eines langwierigen Verfahrens stehende Sanktionen wie ein Stimmrechtsentzug nur nach einstimmiger Feststellung der Regelverletzungen beschlossen werden, was wenig wahrscheinlich ist.

Der Brexit würde sich in den drei Ländern, zumal im Falle der zurzeit diskutierten Freihandelslösung, direkt weniger stark auswirken. Zudem sind die **Handelsströme** nach Großbritannien nicht sehr umfangreich. Daher würde sich eine Konjunkturverlangsamung eher indirekt über die EU-Wirtschaft bemerkbar machen, wenn auch der Effekt überschaubar bleiben dürfte.

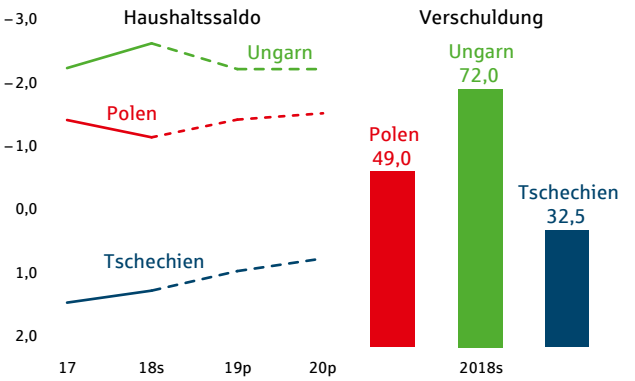
Die Probleme der deutschen Automobilindustrie (Abgasnormen, drohende Zölle) könnten bei sinkender Produktion auch die damit verbundenen Produktionsstätten in Tschechien und Ungarn beeinträchtigen. Hier gilt es jedoch Chancen zu ergreifen, indem bei der Errichtung neuer, wettbewerbsfähiger Werke wie etwa in Ungarn technische Fortschritte genutzt und geänderte Vorschriften berücksichtigt werden.

Bevölkerung steht zur EU-Mitgliedschaft

Dass die Länder von ihrer Mitgliedschaft in der EU profitieren, scheint zumindest den Einwohnern klar zu sein, auch wenn besonders die Regierungen in Polen und Ungarn immer wieder auf Konfrontationskurs gehen. Nach einer **Umfrage des Europaparlaments** vom Herbst 2018 sind in Tschechien fast zwei Drittel der Bevölkerung dieser Meinung, in Ungarn und Polen sind es sogar rund 80 % bis 90 %.

Öffentliche Finanzen: nicht auf Konfrontationskurs

Haushaltssaldo (invers) und öffentliche Verschuldung, % des BIP



s = Schätzung, p = Prognose

Quellen: Eurostat, Helaba Volkswirtschaft / Research

> *Polen, Tschechen und Ungarn sind sich der Vorteile ihrer EU-Mitgliedschaft bewusst.*

Dies spricht derzeit gegen hier und da auftauchende Meldungen über einen **EU-Ausstieg** der Länder – zumindest unter der Annahme, dass die Regierungen auf das Votum der Bevölkerung Wert legen. In Polen ist die Mehrheit, die angibt, sich im Falle eines Referendums für den Verbleib in der EU zu entscheiden, mit gut 70 % am größten, am knappsten fällt die Zustimmung in Tschechien aus. Von einer Euro-Einführung sind die Länder aber so weit entfernt wie schon lange nicht mehr. Für das Investorenvertrauen sind solche Diskussionen alles andere als förderlich.

Marion Dezenter

Prognose	2018s	2019p	2020p
BIP, real % gg. Vj.	4,7	3,4	2,5
Inflationsrate, % gg. Vj.	3,0	3,4	2,8
Arbeitslosenquote, %	3,8	3,5	3,5

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Russland

Zu wenig Training für Strukturwandel

Prognose	2018s	2019p	2020p
BIP, real % gg. Vj.	1,8	1,7	1,7
Inflationsrate, % gg. Vj.	3,0	4,3	4,0
Arbeitslosenquote, %	5,0	4,9	5,0

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

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. Außerdem beschleunigen sie nicht automatisch das für ein Schwellenland langsame Wirtschaftswachstum von voraussichtlich 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 Regierung wird die in der Rezession 2015 und 2016 verwendeten Reserven über Einzahlungen in den Wohlfahrtsfonds 2019 wieder auffüllen. Die relativ **unabhängige Zentralbank** verfolgt darüber hinaus die Einhaltung des **Inflationsziels** von 4 %. Bei steigendem Preisdruck nach der Mehrwertsteuererhöhung sowie bei Rubelabwertungen wird sie mit höheren Leitzinsen reagieren.

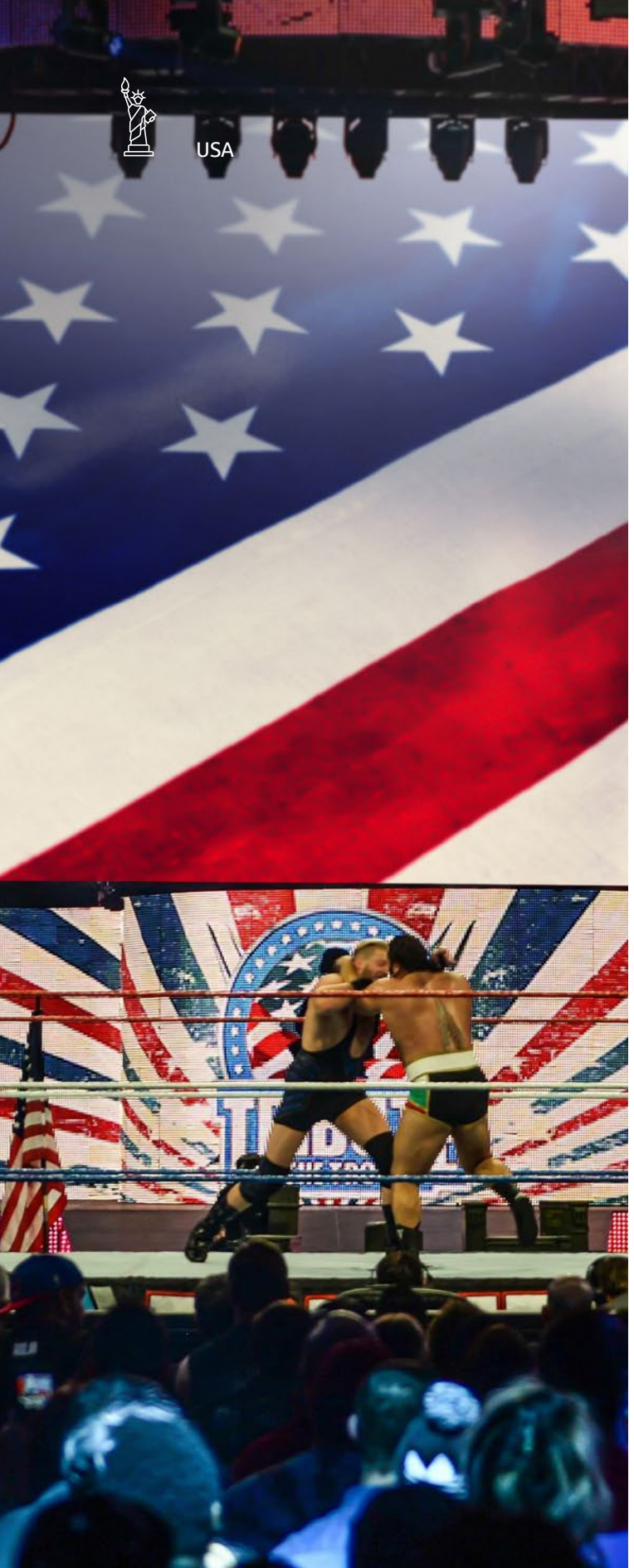


> *Das Wachstumsmodell „hohe Ölpreise" dürfte nicht wiederkommen.*

Zwar gewährleistet der solide Datenkranz (Staatshaushalt, Inflation, Leistungsbilanz, Währungsreserven, ausländische Nettogläubigerposition) eine **hohe gesamtwirtschaftliche Stabilität**. Strukturelle Nachteile behindern aber das Wirtschaftswachstum. Investoren beklagen sich über mangelnde Rechtssicherheit und schwache Institutionen. Auch mischt sich der Staat stark in wirtschaftliche Entscheidungen ein. Zudem ist der Mittelstand als Zulieferer von Vorleistungen unterrepräsentiert. Die **Investitionsquote** ist mit 21 % des BIP daher unterdurchschnittlich, und als Folge davon wächst die Produktivität zu langsam.

Wegen der stagnierenden Bevölkerungszahl liegt das Wachstumspotenzial bei für ein Schwellenland bescheidenen 1,5 %. Die Regierung zögert bei **wirtschaftlichen Reformen**, da diese mit innenpolitischen Veränderungen einhergehen würden. Nur mit mehr Engagement und neuen Trainingseinheiten wird die russische Wirtschaft aber unabhängiger vom Energiesektor und mehr Eigendynamik entwickeln.

Ulrich Rathfelder



USA

Trumps Wirtschaftswunder: Fake News?!

Die Wirtschaftspolitik des US-Präsidenten ist so umstritten wie seine Person. Fans feiern Donald Trumps Handels- und Fiskalpolitik als Rezept, Amerika ökonomisch wieder „great" zu machen. Skeptiker sehen hingegen vor allem zerschlagenes Porzellan in der Diplomatie, steigende Schulden und ein konjunkturelles Strohfeuer.

Ende 2018 schaut die US-Wirtschaft gemessen am Wachstum auf eines der besten Jahre in diesem Zyklus zurück. Seit eineinhalb Jahren liegt das Quartalswachstum nun oberhalb des Trendwerts von rund 2 % – ein **Rekord** in der aktuellen, seit 2009 laufenden Expansionsphase. Die Stimmungsindikatoren für Unternehmen und Verbraucher bewegen sich nahe historischer Hochs. Die Arbeitslosenquote ist so niedrig wie seit Jahrzehnten nicht mehr.

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

Über die **Ursachen dieses Booms** wird kontrovers diskutiert. Sie haben unmittelbare Implikationen für seine Nachhaltigkeit und damit für den Ausblick 2019. Donald Trump, der erfahrene „Self-Promoter-in-Chief" im Weißen Haus, nimmt naturgemäß für sich in Anspruch, mit seiner „großartigen" Wirtschaftspolitik für den Boom verantwortlich zu sein. Entsprechend sieht er Wachstumsraten von 4 % so weit das Auge reicht.

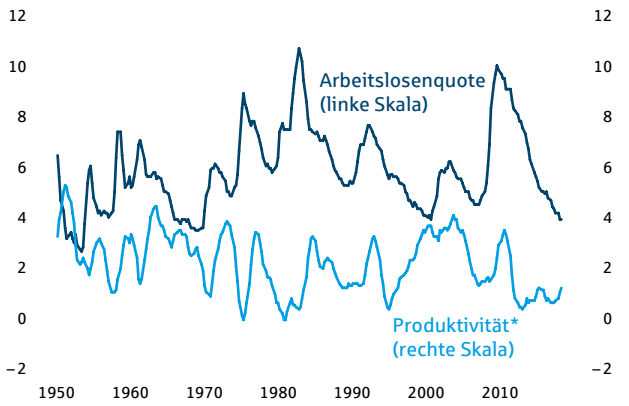
Eine andere Möglichkeit wäre, dass zehn Jahre nach der Lehman-Pleite die aus der Finanzkrise resultierende Verunsicherung und Zurückhaltung nun überwunden sind und die Amerikaner endlich ihre „Animal Spirits" wiederentdecken. Wir vertreten eine **dritte Position**: Die Investitionen verzeichneten einfach eine temporäre Erholung nach einer äußerst ungewöhnlichen Schwächephase.

Wichtiger ist aber noch der spürbare Stimulus durch die **Fiskalpolitik**. Deren Lockerung, und nicht die Genialität des Präsidenten, befeuert die Konjunktur. Die Steuersenkung Ende 2017 hat Haushalte und Unternehmen erheblich entlastet. Die Staatsausgaben legen so kräftig zu wie seit 2009 nicht mehr. Der IWF schätzt, dass der unmittelbare fiskalpolitische Impuls 2018 einen Prozentpunkt am Bruttoinlandsprodukt ausmacht. Selbst unter konservativen Annahmen über die Größe der Zweitrundeneffekte einer expansiveren Haushaltspolitik ist ein guter Teil des geschätzten Wachstums 2018 von knapp 3 % direkt oder mittelbar auf niedrigere Steuern oder höhere Staatsnachfrage zurückzuführen.

Auf Basis der aktuellen Gesetzeslage wird dieser Effekt 2019 noch nicht ins Negative umschlagen, sich aber mehr als halbieren. Der Rücken- wird nicht zu einem Gegenwind, flaut aber merklich ab. Da die Demokraten bei den Kongresswahlen die Mehrheit im Repräsentantenhaus erobert haben, wird der Spielraum der Regierung für neue wirtschaftspolitische Maßnahmen überschaubar sein. Dies gilt auch für ein großes Infrastrukturprogramm. Obwohl die Demokraten dies inhaltlich mittragen würden, ist eine Kooperation mit diesem Präsidenten politisch wohl so „toxisch", dass man ihm jedes legislative Erfolgserlebnis wird verwehren wollen. Entgegen der Ankündigung Trumps hat sich die Steuersenkung zudem nicht „selbst finanziert", das **Haushaltsdefizit** des Bundesstaates weitet sich 2018 auf geschätzte 4,8 % am Bruttoinlandsprodukt aus und dürfte 2019 über 5 % steigen. Der Berg an Staatsschulden war mit Ausnahme der Phase unmittelbar nach dem Zweiten Weltkrieg relativ zur Größe der US-Wirtschaft nie höher als heute. Auch dies dämpft den politischen Appetit für weitere Ausgabenerhöhungen und Steuersenkungen.

Niedrige Arbeitslosenquote und kaum Produktivitätswachstum

USA, Quartalsdurchschnitte, % | % gg. Vj. (geglättet)

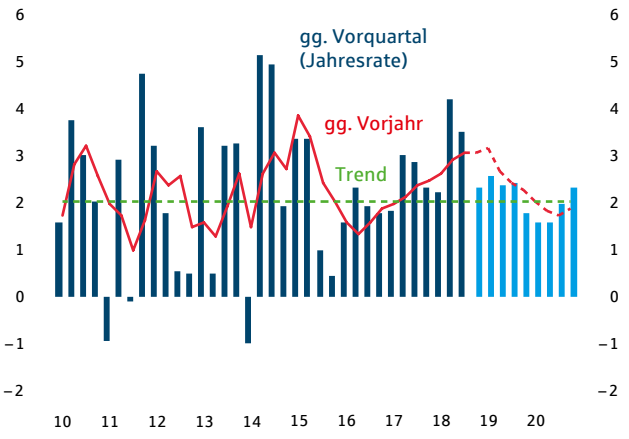


*Output pro Arbeitsstunde außerhalb der Landwirtschaft

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Dynamik am Gipfel

USA, reales BIP, Veränderung in %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Handelspolitik: Wachstumsbremse und Preistreiber

Donald Trump hat den Handelsstreit zu einem Zeitpunkt vom Zaun gebrochen, zu dem die US-Konjunktur erheblichen Schwung hatte. Dies minimierte seine unmittelbaren negativen Auswirkungen. Zumindest auf mittlere und lange Sicht dürften auch US-Verbraucher und -Unternehmen zu den Verlierern zählen. Aber selbst mit einem auf 25 % aufgestockten Zollsatz auf chinesische Waren sind die kurzfristigen Effekte der Strafzölle nicht groß genug, um die US-Wirtschaft von

ihrem Expansionskurs abzubringen. Wir gehen davon aus, dass Verhandlungen mit der EU und China zumindest partiell erfolgreich sein werden und eine weitere **Eskalation** des Konfliktes **vermieden** werden kann. Unter dem Strich werden die USA 2019 im Jahresschnitt ein mit 2,6 % noch immer überdurchschnittliches Wachstum verzeichnen. Die Dynamik dürfte aber im Verlauf des Jahres merklich „abbröckeln". Aufgrund des hohen Auslastungsgrads und wegen der preistreibenden Wirkung der protektionistischen Handelspolitik bleibt die Kernteuerung im Aufwärtstrend. Die Kernrate (ohne Energie- und Nahrungspreise) wird im Jahresschnitt mit prognostizierten 2,4 % den höchsten Wert seit 2006 erreichen. Die **Gesamtteuerung** sollte 2019 aber nicht spürbar anders ausfallen als 2018.

Langsam, aber sicher erhält der Preisauftrieb auch Unterstützung seitens der Lohnentwicklung. Der **Lohnauftrieb** zieht in diesem Zyklus **im Zeitlupentempo** an. Mögliche Erklärungen für diese langsame Reaktion auf den enger werdenden Arbeitsmarkt gibt es viele, von der geschwächten Position der Gewerkschaften über die Globalisierung bis zu einem geringeren realen Verteilungsspielraum. Laut den offiziellen Zahlen leidet die US-Wirtschaft seit Jahren tatsächlich unter einem schwachen Produktivitätswachstum. Dies schränkt den möglichen Reallohnanstieg ein.



Prognoseübersicht	2018s	2019p	2020p
Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vj.	**2,9**	**2,6**	**1,8**
Private Konsumausgaben, % gg. Vj.	2,7	2,6	1,9
Staatsausgaben, % gg. Vj.	1,8	3,4	1,3
Bruttoanlageinvestitionen, % gg. Vj.	6,7	3,3	2,5
Ausrüstungsinvestitionen, % gg. Vj.	6,9	2,8	2,3
Wohnungsbauinvestitionen, % gg. Vj.	0,2	1,4	1,5
Exporte, % gg. Vj.	4,4	4,5	4,3
Importe, % gg. Vj.	4,8	5,5	4,4
Inflationsrate, % gg. Vj.	**2,4**	**2,3**	**2,2**
ohne Energie u. Nahrungsmittel, % gg. Vj.	2,1	2,5	2,3
Arbeitslosenquote, %	**3,9**	**3,6**	**3,7**
Budgetsaldo (Federal)*, % des BIP	**–4,8**	**–5,1**	**–4,6**
Leistungsbilanzsaldo, % des BIP	**–2,3**	**–2,3**	**–2,3**

* Auf NIPA-Basis; s = Schätzung, p = Prognose
Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Weitere Zinserhöhungen … und dann Pause

Die anziehende Kernrate spricht dafür, dass sich die Inflationserwartungen ebenfalls nach oben bewegen. Die **US-Notenbank** dürfte daher ihren graduellen Zinserhöhungskurs zunächst fortsetzen. Wir erwarten, dass das Zielband für den Leitzins im Sommer 3,00 % bis 3,25 % erreicht. Dies wäre am unteren Rand dessen, was wir als ein neutrales Zinsniveau ansehen würden. Selbst wenn die Geldpolitik dann noch nicht neutral sein sollte, ist sie doch spürbar weniger expansiv als Anfang 2018, als die Federal Funds Rate noch unter 1,5 % lag.

Angesichts der innerhalb der Fed geführten Debatte, ab welcher Höhe der Leitzins die Konjunktur dämpft, und vor dem Hintergrund der abnehmenden konjunkturellen Dynamik sollte ab Herbst aber eine **längere Pause** im Zinserhöhungszyklus anstehen. Die Geldpolitiker werden voraussichtlich erst einmal abwarten wollen, ob sich die Wachstumsraten stabilisieren und die Konjunktur den „Entzugseffekt" des fiskal- und geldpolitischen Stimulus wegstecken kann. Die Rendite der US-Staatsanleihen sollte vor diesem Hintergrund 2019 leicht steigen, allerdings deutlich weniger als der Leitzins.

Patrick Franke



Japan

Gemächlich voran

Die global drittgrößte Volkswirtschaft wächst moderat. Die Mehrwertsteuererhöhung im Herbst 2019 wird das Tempo wohl deutlich verlangsamen, aber nicht in die Rezession führen.

Das japanische Wirtschaftswachstum dürfte in 2019 bei rund 1 % liegen und damit weiterhin auf dem Potenzialpfad. Die ohnehin hohe Volatilität der Quartalsraten wird durch den Sondereffekt der **Mehrwertsteueranpassung** einmal mehr gesteigert. Im Vorfeld dieser für Oktober 2019 avisierten Maßnahme, die den Regelsteuersatz um zwei Prozentpunkte auf 10 % anhebt, dürfte es zu erheblichen Vorzieheffekten der privaten Verbraucher kommen und im Nachklang zu einer Konsumflaute.

Um diese Nachfrageverzerrung abzumildern und einen gesamtwirtschaftlichen Einbruch zu verhindern, soll der aktuelle Steuersatz von 8 % für Waren des täglichen Bedarfs beibehalten werden. Darüber hinaus sind Subventionen z. B. im Einzelhandel angedacht, da der private Konsum die weitaus wichtigste Komponente des Bruttoinlandsproduktes darstellt. Unterstützt vom positiven Konjunktureffekt durch die **Olympischen Spiele** in Tokio ist dann für 2020 keine Rezession zu erwarten, sondern lediglich eine Wachstumsabschwächung auf 0,3 %.

Anhaltende Herausforderungen

Japan ist mit dem Grundproblem einer sehr hohen **Staatsverschuldung** konfrontiert – und das unter dem Druck einer alternden Gesellschaft: Der staatliche Schuldenberg beträgt mittlerweile mehr als 220 % des BIP. Die kostenintensiven Vorbereitungen für Olympia belasten hier obendrein, ebenso wie die fiskalpolitischen Stützungsmaßnahmen. Die zusätzlichen Staatseinnahmen durch die Mehrwertsteuererhöhung dienen zur Finanzierung der steigenden Renten-, Gesundheits- und Pflegekosten. So bleibt die Sanierung der Staatsfinanzen auf absehbare Zeit schwierig.

> *Japan ist mit dem Grundproblem einer sehr hohen Staatsverschuldung konfrontiert – und das unter dem Druck einer alternden Gesellschaft.*

Eine weitere Herausforderung sind **Naturkatastrophen**, von denen Japan unlängst in hohem Maße heimgesucht wurde und deren Schäden nun mit zusätzlichen staatlichen Mitteln beseitigt werden. Darüber hinaus ist Japan als exportorientierte Volkswirtschaft mit schwacher Binnenwirtschaft besonders vom sich weltweit ausweitenden **Protektionismus** betroffen.

Ulrike Bischoff

Prognose	2018s	2019p	2020p
BIP, real % gg. Vj.	0,9	1,0	0,3
Inflationsrate, % gg. Vj.	1,0	1,5	2,0
Arbeitslosenquote, %	2,5	2,2	2,2

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



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.

Chinas Konjunktur hat schon im Verlauf von 2018 an **Schwung verloren**. Diese Tendenz dürfte sich 2019 fortsetzen, obwohl die Regierung gegensteuert. Das Wachstum wird sich wohl im Jahresdurchschnitt von 6,6 % 2018 auf 6 % 2019 spürbar verlangsamen.

Dies reflektiert eine Kombination aus andauernder struktureller Abschwächung und akuter konjunktureller Delle. Selbst bei einer unveränderten zyklischen Lage wäre davon auszugehen, dass der Zuwachs beim chinesischen Bruttoinlandsprodukt nachlässt.

Die Regierung hat in Situationen abnehmender Dynamik immer gegengesteuert, unabhängig von der Ursache – und diesmal ist es nicht anders. Wir erwarten daher, dass die Führung in Peking den bereits eingeschlagenen Kurs einer **expansiveren Fiskalpolitik** sowie einer **Lockerung der Geld- und Kreditpolitik** weiter verfolgt. Mittelfristig sinnvolle, aber kurzfristig belastende Reformen werden hinten angestellt. Dadurch stabilisiert man zwar die Konjunktur. Da die strukturellen Probleme aber nicht angegangen werden, setzt dies letztlich den mittel- bis langfristigen Wohlstand aufs Spiel.

Negative Nebenwirkungen des Stimulus

Auch auf kurze Sicht ist ein neuerlicher merklicher Stimulus nicht unproblematisch. Die Staatsverschuldung bleibt zwar im internationalen Vergleich überschaubar. Auf die Stabilität des Finanzsystems kann die Regierung unmittelbar Einfluss nehmen – mit Maßnahmen, die in vielen marktwirtschaftlicher organisierten Systemen nicht zur Verfügung stehen. Insbesondere die **hohen Schulden** bei privaten und staatlich kontrollierten Unternehmen mit teilweise fragwürdiger Profitabilität sind aber eine verwundbare Stelle im Panzer des Drachen.

Eine spürbare **Abwertung** des Yuan wird die Regierung wohl **vermeiden** wollen. Erstens kann sie unkontrollierbar werden, wenn sie zu starken privaten Kapitalabflüssen führt. Zweitens wird man den drohenden Konflikt mit Washington scheuen. Drittens haben die Exporte als Wachstumsmotor nicht mehr die Bedeutung wie vor zehn oder zwanzig Jahren. Als Instrument der Konjunkturstimulierung ist der Wechselkurs daher für China weniger wichtig geworden.

Raueres Klima

Auf der einen Seite wird das Verhältnis zu den Vereinigten Staaten und anderen westlichen Industrieländern eher schwieriger, selbst wenn sich der **Handelsstreit mit den USA** erwartungsgemäß nicht weiter zuspitzt. Donald Trump hat mit seiner Kritik an der chinesischen Wirtschaftspolitik in der Sache vielen in den Industrieländern aus dem Herzen

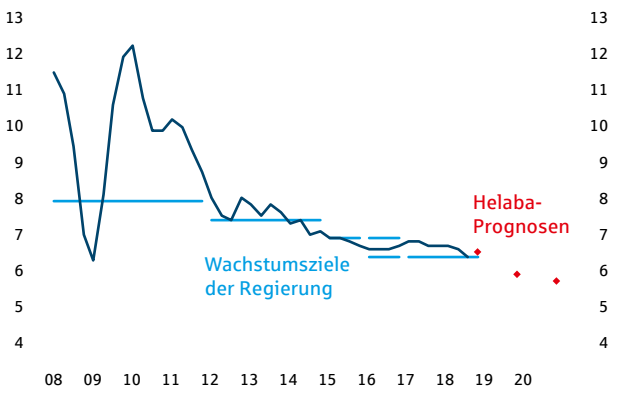
gesprochen. Auch in Europa geht die Tendenz dahin, den Verkauf inländischer Unternehmen und Technologien an staatlich kontrollierte Institutionen aus dem Ausland und speziell aus China strenger zu reglementieren bzw. einzuschränken – zur Not mit ordnungspolitisch fragwürdigen Methoden.

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

Auf der anderen Seite eröffnet der Rückzug der USA aus einer globalen Führungsrolle der Regierung in Peking Spielräume, den eigenen **Einfluss weltweit** auszubauen. Zwar regte sich zuletzt in einigen Ländern Widerstand gegen große, scheinbar billige Infrastrukturkredite aus China. Viele Staaten, nicht zuletzt in Ostasien, werden aber mangels politischen Engagements der USA letztlich keine andere Wahl haben, als sich mit China zu arrangieren. Vor allem die zentralasiatischen Länder entlang der „Neuen Seidenstraße" haben oft keine echte Alternative zu chinesischem Kapital.

China bewegt sich langsamer

Reales BIP, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Prognose	2018s	2019p	2020p
BIP, real % gg. Vj.	6,6	6,0	5,8
Inflationsrate, % gg. Vj.	2,2	2,2	2,0
Arbeitslosenquote, %	3,9	4,0	4,0

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

China in der Einkommensfalle?

Unsicher bleibt, ob es China gelingen kann, der sogenannten „Middle Income Trap" zu entgehen. Viele Schwellenländer verzeichneten im Verlauf ihres Entwicklungsprozesses eine spürbare Wachstumsverlangsamung bei einem Pro-Kopf-Einkommen, das noch deutlich unter dem liegt, wo heute die Gruppe der „Industrieländer" beginnt. Für China erwarten wir dies nicht. Selbst ein mittelfristiges Wachstum von „nur" 5 % pro Jahr bedeutet angesichts der demografischen Entwicklung (als Folge der „Ein-Kind-Politik") auf Pro-Kopf-Basis einen weiteren spürbaren Aufholeffekt gegenüber den Industrieländern. Aber um das Trendwachstum auf diesem Wert zu stabilisieren, sind umfangreiche **wirtschaftliche Reformen** erforderlich. Wenn die Regierung um der kurzfristigen Stabilität willen die dafür notwendigen Schritte nicht wagt, sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass China in absehbarer Zeit in die Riege der Industrieländer vorstoßen kann.

> *Die höchste Kunst des Krieges ist es, den Gegner ohne Kampf zu bezwingen.*
> Sunzi

Patrick Franke



Indien

Kraftvoll bei weniger Dynamik

Die Regierung der Nationalen Demokratischen Allianz unter Premierminister Narendra Modi wird vor der Parlamentswahl im Frühsommer 2019 keine Reformschritte mehr wagen, dafür aber bestimmte Wählerschichten unterstützen. Dazu gehören ein Krediterlass für Bauern, Benzinpreissubventionen und höhere Sozialausgaben zur Bekämpfung der Armut. Der **fiskalische Stimulus** wird voraussichtlich **nur kurz** anhalten, denn das Haushaltsdefizit dürfte sich im Fiskaljahr 2018/2019 auf gut 3,5 % des BIP (ohne die hohen Defizite einzelner Bundesstaaten) belaufen.

Mit der Einführung einer landesweit einheitlichen Mehrwertsteuer Mitte 2017 sind bereits erste Schritte zu **zusätzlichen Einnahmen** und zur Eindämmung der Schattenwirtschaft gemacht worden. Allein für staatliche Zinszahlungen müssen aber 28 % der Staatseinnahmen aufgewendet werden. Höhere Steuereinnahmen sind insbesondere für geplante Entwicklungs- und Sozialvorhaben wie die Einführung einer Krankenversicherung für arme Bevölkerungsteile erforderlich.

Die **wirtschaftliche Stabilität** Indiens wird dagegen durch eine bisher relativ unabhängige Zentralbank gestärkt, die sich als Inflationsziel einen Korridor von 2 % bis 6 % vorgegeben hat. Wegen wieder steigender Nahrungsmittelpreise, der Abwertung der Rupie 2018 im Zuge des Kapitalabflusses aus den Emerging Markets sowie der vorübergehend höheren Staatsausgaben dürfte die Inflationsrate bis Anfang 2019 auf etwa 5 % steigen. Die Zentralbank hat entsprechend eine restriktive Gangart angekündigt.

Prognose	2018s	2019p	2020p
BIP, real % gg. Vj.	7,4	7,2	7,2
Inflationsrate, % gg. Vj.	4,5	4,9	4,8
Arbeitslosenquote, %	8,7	8,7	8,9

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

Noch höheres Wachstum ist kaum vorstellbar.

Indien wird 2019 voraussichtlich die **wachstumsstärkste** aller großen Volkswirtschaften bleiben. Die Dynamik dürfte sich infolge einer auch für Indien notwendigen Stabilitätspolitik leicht abschwächen. Das Leistungsbilanzdefizit von rund 2 % des BIP wird aufgrund des wahrscheinlichen internationalen Zinsanstiegs schwieriger zu finanzieren sein. Allerdings zieht das Land wegen des großen wachsenden Binnenmarktes und der **schrittweisen Verbesserung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen** umfangreiche ausländische Direktinvestitionen an. Zudem bilden hohe Währungsreserven ein gutes Polster im Falle eines sich verstärkenden Drucks auf Emerging-Markets-Währungen.

Ulrich Rathfelder

Brasilien

Alles nur Show?

Prognose	2018s	2019p	2020p
BIP, real % gg. Vj.	1,6	2,3	2,2
Inflationsrate, % gg. Vj.	4,1	4,0	3,9
Arbeitslosenquote, %	11,9	10,5	10,1

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

Die Kapitalmärkte haben erleichtert auf den **Sieg des Rechtspopulisten** Jair Bolsonaro bei den Präsidentschaftswahlen im Oktober 2018 reagiert. Dieser hatte im Wahlkampf noch mit einer Verherrlichung der Militärdiktatur für Aufsehen gesorgt. Die marktliberalen Ansichten seines Ministers Guedes sind der Wirtschaft aber lieber als die interventionistischen Ansätze des Herausforderers.

Die Erholung der brasilianischen Wirtschaft setzt sich 2019 fort. Allerdings macht die hohe Staatsverschuldung eine Straffung der Fiskalpolitik unausweichlich. Die **ambitionierten Reformvorhaben** von Guedes beinhalten u. a. Privatisierungen und die dringend notwendige Reform des Rentensystems. Die Umsetzung dieser Maßnahmen hängt von der Zustimmung des stark fragmentierten Kongresses ab. Dort werden die Privatisierungspläne zwar auf Widerstand stoßen, die Einsicht, dass ein Gegensteuern in der Fiskalpolitik nötig ist, sollte sich aber letztlich durchsetzen.

Größte Herausforderung bleibt die **Sanierung der Staatsfinanzen**. Die Staatsverschuldung ist seit 2014 buchstäblich explodiert und dürfte 2019 die 80 %-Marke überschreiten. Wie in den Vorjahren war das Haushaltsdefizit mit 7 % des BIP 2018 außerordentlich hoch. Ohne eine entschlossene Konsolidierung steuert das Land auf eine Schuldenkrise zu.

Bereits die Vorgängerregierung hat vor diesem Hintergrund eine Ausgabenbegrenzung in die Verfassung aufgenommen. Diese sieht vor, dass ab 2019 die Ausgaben des Bundeshaushaltes pro Jahr um 0,5 % des BIP sinken müssen. Doch selbst das dürfte zu wenig sein, um den Anstieg der Staatsverschuldung zu bremsen. Das Defizit wird 2019 auf 5,7 % des BIP zurückgehen, weil zu erwarten ist, dass die neue Regierung **Konsolidierungsmaßnahmen** einleitet. Positiv ist, dass die Staatsverschuldung fast ausschließlich in inländischer Währung notiert, weshalb sich die starke Abwertung 2018 hier nur begrenzt negativ ausgewirkt hat.

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

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

Patrick Heinisch



Schwellenländer

Stabilisierung in schwierigem Umfeld

Nach Jahren der Abwertung erwarten wir für die Schwellenländer-Währungen 2019 eine Bodenbildung. In manchen Ländern könnte sich die Währung sogar etwas erholen. Auch die auslaufenden Zinserhöhungen in den USA verschaffen eine Atempause, hohe Reserven und der IWF helfen, eine Krise zu vermeiden.

Die heftigen Abwertungen der Schwellenländer-Währungen haben diese Länderklasse 2018 in den Fokus gerückt. 2017 und Anfang 2018 gab es zunächst noch starke Portfoliozuflüsse in die Schwellenländer. Seitdem hat sich die Lage umgekehrt. Zwischen April und Oktober 2018 kam es zu **Kapitalabflüssen** in der Größenordnung von 35 Mrd. US-Dollar. Investoren schichten von Schwellenländer-Anlagen in weniger riskante Anlagen in US-Dollar um.

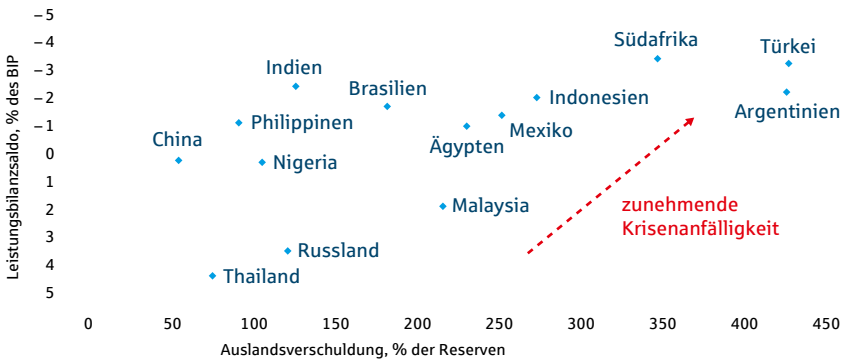
Die abwartende Haltung der türkischen Zentralbank auf den Abwertungsdruck und die rasant steigende Inflation hatten den Wertverfall der türkischen Lira Anfang August 2018 massiv beschleunigt. Die Lira-Krise griff schnell auf weitere große Schwellenländer mit schwachen Fundamentaldaten über. **Leitzinserhöhungen** der Notenbanken in der Türkei sowie anderen von Währungsverfall betroffenen Staaten konnten die Abwertungen stoppen. Die aggressivsten Zinsschritte unternahmen die Zentralbanken von Argentinien und der Türkei. Indonesien, Mexiko und die Philippinen erhöhten den Leitzins stärker als von Marktteilnehmern erwartet.

Der **erwartete Stopp der Zinserhöhungen der US-Notenbank** im Herbst 2019 wird den Schwellenländern eine Atempause verschaffen. Darüber hinaus trägt zur Stabilisierung bei, dass 2019 weitere große Schwellenländer entweder ihre lockere Geldpolitik beenden oder moderate Leitzinsanhebungen beschließen dürften. Zinserhöhungen sind aber besonders in jenen Ländern heikel, die derzeit nur ein enttäuschendes Wirtschaftswachstum aufweisen (wie Argentinien, die Türkei, Südafrika, Nigeria und Russland).

In einigen Fällen wird sich zeigen, ob die Zentralbank wirklich unabhängig ist oder dem Druck ihrer Regierung nachgibt.

Grundsätzlich sind jene Länder besonders krisenanfällig, die eine **Kombination aus einer hohen Auslandsverschuldung, Leistungsbilanzdefiziten und geringen Währungs-**

Nicht alle Länder in gleichem Maße krisenanfällig



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research



reserven aufweisen. Neben der Türkei und Argentinien trifft dies auf Südafrika und in etwas geringerem Umfang auf Indonesien und Mexiko zu. Die Abwertungen haben geholfen, die außenwirtschaftliche Lage zu stabilisieren und die Leistungsbilanzungleichgewichte abzubauen.

In Ländern mit hoher US-Dollar-Verschuldung bringt eine schwache Währung auch **Belastungen** mit sich. Insbesondere die Unternehmen in vielen Schwellenländern hatten zunehmend Kredite in US-Dollar aufgenommen. Die Unternehmensverschuldung befindet sich hier nahe an ihren historischen Höchstständen. Bei ihrer Kreditaufnahme in US-Dollar haben diese Firmen durchaus rational gehandelt. Die Zinsen für solche Kredite waren oft geringer als bei einer Kreditaufnahme in Inlandswährung. Mit der schon seit mehreren Jahren anhaltenden Abwertung der Schwellenländer-Währungen sind die Unternehmen bisher gut zurechtgekommen. So ist kein spürbarer Anstieg der Insolvenzen zu erkennen. Die Bodenbildung bei den Währungen sorgt jetzt dafür, dass Unternehmen mit Einnahmen vorwiegend in inländischer Währung zumindest keine zusätzlichen Probleme haben, ihre Fremdwährungskredite zu bedienen.

Währungsreserven und IWF als Absicherung

Selbst wenn vereinzelte Länder in finanzielle Schwierigkeiten gerieten, wäre ein Übergreifen der Krise auf andere Schwellenländer nach dem Muster der Asienkrise 1997/1998 unwahrscheinlich. Viele große Schwellenländer haben seitdem zur Absicherung gegen künftige außenwirtschaftliche Schocks **hohe Währungsreserven** aufgebaut. In erster Linie ist hier China mit einem Reservepolster in der Größenordnung von 3 Billionen US-Dollar zu nennen. Aber auch Indien, Russland und Brasilien verfügen über hohe Puffer. Der Anteil der Auslandsverschuldung an den Währungsreserven beläuft sich in diesen Ländern auf weniger als 200 %, verglichen mit ca. 420 % bei der Türkei und Argentinien. Neben den Währungsreserven bietet der IWF eine Absicherung im Krisenfall. Mit einer Billion US-Dollar verfügt er heute über weit mehr Mittel als noch zu Zeiten der Asienkrise mit nur etwa 200 Mrd. US-Dollar. Von den 14 größten Schwellenländern haben derzeit nur zwei ein IWF-Programm: Ägypten hatte seines Ende 2016 begonnen, Argentinien nach dem Einsetzen der Währungskrise im Mai 2018. Bei weiteren Kandidaten stünde der IWF bereit.

> *Nicht alle Schwellenländer über einen Kamm scheren.*

Insgesamt dürfte der Druck auf die Schwellenländer 2019 nachlassen, wenngleich besonders krisenanfällige Länder (siehe Diagramm) noch unter den Währungsabwertungen der vergangenen Jahre leiden werden. Nach den heftigen Abwertungen und Wachstumsrückgängen 2018 sollte sich die Lage aber stabilisieren. Eine **handfeste Schwellenländerkrise** ist vor dem Hintergrund der hohen Währungsreserven der größten Schwellenländer sowie der erweiterten Hilfsmöglichkeiten des IWF **nicht zu erwarten**.

Patrick Heinisch



6 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

Adressen der Helaba

Hauptsitze

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

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

Bausparkasse

Landesbausparkasse Hessen-Thüringen

Offenbach
Strahlenbergerstraße 13
63067 Offenbach
T +49 69/91 32-02

Erfurt
Bonifaciusstraße 19
99084 Erfurt
T +49 3 61/2 17-70 07

Förderbank

Wirtschafts- und Infrastrukturbank Hessen
Strahlenbergerstraße 11
63067 Offenbach
T +49 69/91 32-03

Niederlassungen

Düsseldorf
Uerdinger Straße 88
40474 Düsseldorf
T +49 2 11/3 01 74-0

Kassel
Ständeplatz 17
34117 Kassel
T +49 5 61/7 06-60

London
3rd Floor
95 Queen Victoria Street
London EC4V 4HN
Großbritannien
T +44 20/73 34-45 00

New York
420, Fifth Avenue
New York, N.Y. 10018
USA
T +1 2 12/7 03-52 00

Stockholm
Kungsgatan 3, 2nd Floor
11443 Stockholm
Schweden
T +46/86 11 01 16

Paris
4–8 rue Daru
75008 Paris
Frankreich
T +33 1/40 67-77 22

Repräsentanzen

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

Moskau
Novinsky Boulevard 8
Business Centre Lotte,
20th Floor
121099 Moskau
Russland
T +7 4 95/2 87-03-17

São Paulo
Av. das Nações Unidas,
12399 Cjs. 105/106 B
Brooklin Novo São Paulo –
SP CEP: 04578-000
T +55 11/2924-9756

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

Singapur
One Temasek Avenue
#05–04 Millenia Tower
Singapore, 039192
T +65/62 38 04 00

Vertriebsbüros

Düsseldorf
Uerdinger Straße 88
40474 Düsseldorf
T +49 2 11/3 01 74-0

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

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

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

Stuttgart
Kronprinzstraße 11
70173 Stuttgart
T +49 7 11/28 04 04-0

Immobilienbüros

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

München
Lenbachplatz 2 a
80333 München
T +49 89/5 99 88 49-0

Auswahl der Tochtergesellschaften

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

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

Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG
JUNGHOF
Junghofstraße 26
60311 Frankfurt am Main
T +49 69/1 56 86-0

Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG
Börsenstrasse 16
8022 Zürich
Schweiz
T +41 44/2 65 44 44

Helaba Invest
Kapitalanlagegesellschaft mbH
JUNGHOF
Junghofstraße 24
60311 Frankfurt am Main
T +49 69/2 99 70-0

GWH
Wohnungsgesellschaft mbH
Hessen
Westerbachstraße 33
60489 Frankfurt am Main
T +49 69/9 75 51-0

OFB
Projektentwicklung GmbH
Speicherstraße 55
60327 Frankfurt am Main
T +49 69/9 17 32-01

GGM
Gesellschaft für Gebäude-Management mbH
Speicherstraße 55
60327 Frankfurt am Main
T +49 69/77 01 97-01

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

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.

Autoren

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

Konzeption und Gestaltung

La Mina GmbH, Darmstadt

Druck

Druckerei Braun & Sohn, Maintal

Fotonachweis

Adobe Stock:	S. 27, © lazyllama – stock.adobe.com
Alamy Stock Foto:	S. 51, Gerrit de Heus; S. 60, Roberto Fumagalli; S. 70, Gianni Muratore; S. 74, AB Forces News Collection
Getty Images:	Umschlag (U2), © Vostok; S. 24, © PeopleImages; S. 63, © japatino; S. 78, © Frank Gaglione; S. 80, © Bartosz Hadyniak
iStock:	Titel, serts; S. 7, tawanlubfah; S. 9, serts; S. 10, Milkos; S. 14, serts; S. 18, PrathanChorruangsak; S. 20, vuk8691; S. 30, bluecinema; S. 45, mythja; S. 46 – 47, olaser; S. 48, master1305; S. 54, stock_colors; S. 57, MilosStankovic; S. 58, Pavel1964; S. 81, golero; S. 84 – 87, GrapeImages
Matthes, Steffen:	S. 4, © Steffen Matthes
Ott, Thomas:	Umschlag (U3), © Thomas Ott / Prime Time Fitness Frankfurt
Shutterstock:	S. 8, hxdbzxy; S. 8, mythja; S. 23, al7; S. 33, Alextype; S. 36, Kanut Srinin; S. 38, hxdbzxy; S. 42, mythja; S. 64, Spencer Hopkins; S. 67, gillmar; S. 77, mTaira; S. 83, sanneberg
Unsplash:	S. 10, © @aperturevintage; S. 73, © @apx90


TRUE





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