



# MÄRKTE UND TRENDS 2016 STAFFELLAUF: ÜBERGABE ENTSCHEIDEND

Volkswirtschaft/Research

Dezember 2015



**Helaba** | 

Herausgeber:

Helaba

Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale

Volkswirtschaft/Research

Dr. Gertrud R. Traud, Chefvolkswirtin/Bereichsleitung Research

Redaktion: Dr. Stefan Mitropoulos

MAIN TOWER

Neue Mainzer Straße 52-58, 60311 Frankfurt am Main

Telefon: 0 69/91 32-20 24, Telefax: 0 69/91 32-22 44

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

Fotonachweis:

Gladys Chai von der Laage (Titelbild), Diego Barbieri, Shutterstock



## Editorial

### Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

das Jahr 2016 wird sportlich ambitioniert. Vom 5. bis 21. August finden in Rio de Janeiro die Spiele der XXXI. Olympiade statt. Teilnehmer aus voraussichtlich rund 200 Nationen messen sich in 28 Sportarten. Dabei dürften neue Rekorde aufgestellt werden, aber es sind auch Enttäuschungen und Tränen zu erwarten. Spannung ist also vorprogrammiert.

Dem olympischen Gedanken „schneller, höher, stärker“ folgend, geht es bei den Wettkämpfen um messbare Erfolge von Einzelnen und Gruppen als Teil der Länderteams. Verglichen wird auf der Basis von gemeinsamen Standards und exakten Messmethoden. Dies gilt auch für ökonomische Fragestellungen. Die Leistung einer Volkswirtschaft wird durch ein genau definiertes Sozialprodukt bestimmt. Zweifelsohne werden damit nicht alle Facetten des Wohlstands abgebildet. Versuche, das klassische Bruttosozialprodukt beispielsweise durch Glück zu erweitern, scheitern an unzureichender Mess- und Vergleichbarkeit von subjektivem Empfinden.

Für die Kapitalmarktszenarien 2016 haben wir aus den olympischen Sportarten drei traditionsreiche Disziplinen der Leichtathletik ausgewählt: Staffellauf, Hindernislauf und Sprint. Sie unterscheiden sich in der Strecke und Geschwindigkeit sowie im Risiko, überhaupt das Ziel ohne Stürze oder Disqualifizierung zu erreichen. An der Startlinie unseres Jahresausblicks 2016 stehen die Teams der Industrie- und Schwellenländer, bereit für den Wettlauf der Konjunktur und Kapitalmärkte.

Unsere Hauptdisziplin ist der Staffellauf, ein Mannschaftssport der jeweils erfolgreichsten Einzelläufer. Sie müssen gezielt die Stabübergabe trainieren, nur dann können sie ihr individuelles Potenzial voll ausschöpfen. Bei einem optimalen Zusammenspiel von Geschwindigkeit und Geschicklichkeit ist die Durchschnittsgeschwindigkeit im Staffellauf aufgrund des fliegenden Wechsels sogar höher als im Sprint. In unserem **Hauptzenario „Staffellauf“** ist damit die **Stabübergabe entscheidend**. Allerdings liegt ein derartig perfektionierter Trainingsstand bei keiner der Volkswirtschaften derzeit vor. So wird – ökonomisch gesprochen – die Weltwirtschaft in 2016 zwar an Dynamik zunehmen, aber das Tempo bleibt in den meisten Ländern moderat. Diesem Szenario messen wir eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 70 % bei.

Bereits jetzt gibt es aufgrund der Rahmenbedingungen eindeutige Favoriten. Der dauerhaft niedrige Ölpreis und das gesunkene Preisniveau vieler anderer Rohstoffe stellen einen Startvorteil für die Importländer dar. In Deutschland und den meisten anderen Ländern Europas wirkt dies wie ein Akzelerator, der den Konsum über 2015 hinaus befeuert. Dies gilt auch für die USA. Die Stabübergabe an die Ausrüstungsinvestitionen verläuft dagegen 2016 nicht reibungslos, da die allgemeine Verunsicherung noch hoch ist. Üblicherweise wirkt ein Rohstoffpreisverfall in den Abnehmerländer investitionsfördernd. Auch die Exporte der Industrieländer sind nicht die schnellsten, da die rohstoffexportierenden Schwellenländer durch die ausbleibenden Einnahmen weniger nachfragen. Einigen Schwellenländern gelingt es aber trotz der schlechteren Startbedingungen eine bessere Performance abzuliefern als 2015 und rezessive Entwicklungen zu beenden. Hilfreich ist dabei die Abwertung ihrer Währungen.

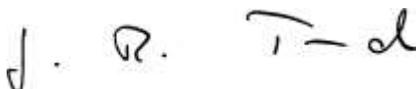
Die Geldpolitik hat in vielen Staffelteams ein intensives Training absolviert und scheint inzwischen übermotiviert zu sein. Da sie sich für besonders leistungsstark und die anderen Teammitglieder noch für zu schwach hält, wird sie einfach weiter laufen. Dies gilt für die Europäische Zentralbank (EZB), die ihre Geldpolitik noch expansiver gestalten wird. Das Vertrauen in einen selbsttragenden Aufschwung ist offensichtlich nicht vorhanden. Die EZB dehnt damit die Regeln der Übergabe nach eigenem Ermessen aus. Der Stab muss nämlich im Sport innerhalb eines festgelegten Wechselraums an den nächsten Läufer weitergegeben werden, ansonsten droht die Disqualifizierung. Die angelsächsischen Notenbanken Federal Reserve und Bank of England sind inzwischen bereit, den Staffelstab abzugeben und die Zinsen anzuheben. Der zusätzliche EZB-Lauf begünstigt zwar die hiesigen Aktienmärkte. Die Niedrigzinspolitik hat aber negative Begleiterscheinungen: Der Trainingseifer der anderen Läufer lässt nach. So werden notwendige Reformen und Haushaltskonsolidierungen immer weiter in die Zukunft verschoben, was das langfristige Wachstum bremst.

Im **negativen Alternativszenario „Hindernislauf“** mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit von 20 % ist das Rennen deutlich langsamer und das Wachstum erlahmt. Aktien und Euro schwächeln. Ein Hindernis kommt nach dem anderen und es besteht die Gefahr, dass nicht alle Teilnehmer das Ziel erreichen: Die Schwellenländer stolpern über ihre strukturellen Probleme, was die politischen Unsicherheiten verstärkt und zu einer fortgesetzten Abwärtsbewegung führt. In der Eurozone folgt auf die Staatsschuldenkrise eine Krise der europäischen Integration. Die Wahrscheinlichkeit für ein Austreten Großbritanniens aus der Europäischen Union ist hoch. In der Bewältigung des Flüchtlingsstroms tritt mehr Trennendes als Gemeinsames hervor. Die Angst vor Verteilungskämpfen führt zu Abschottung sowohl beim Handel weltweit als auch innerhalb der Europäischen Union. Es werden buchstäblich wieder Grenzen, Hürden und Hindernisse aufgebaut. Die Politik dominiert mit ausufernder Bürokratie und weiterer Regulierung, während sich die wirtschaftlichen Kräfte in diesem Umfeld nicht behaupten können.

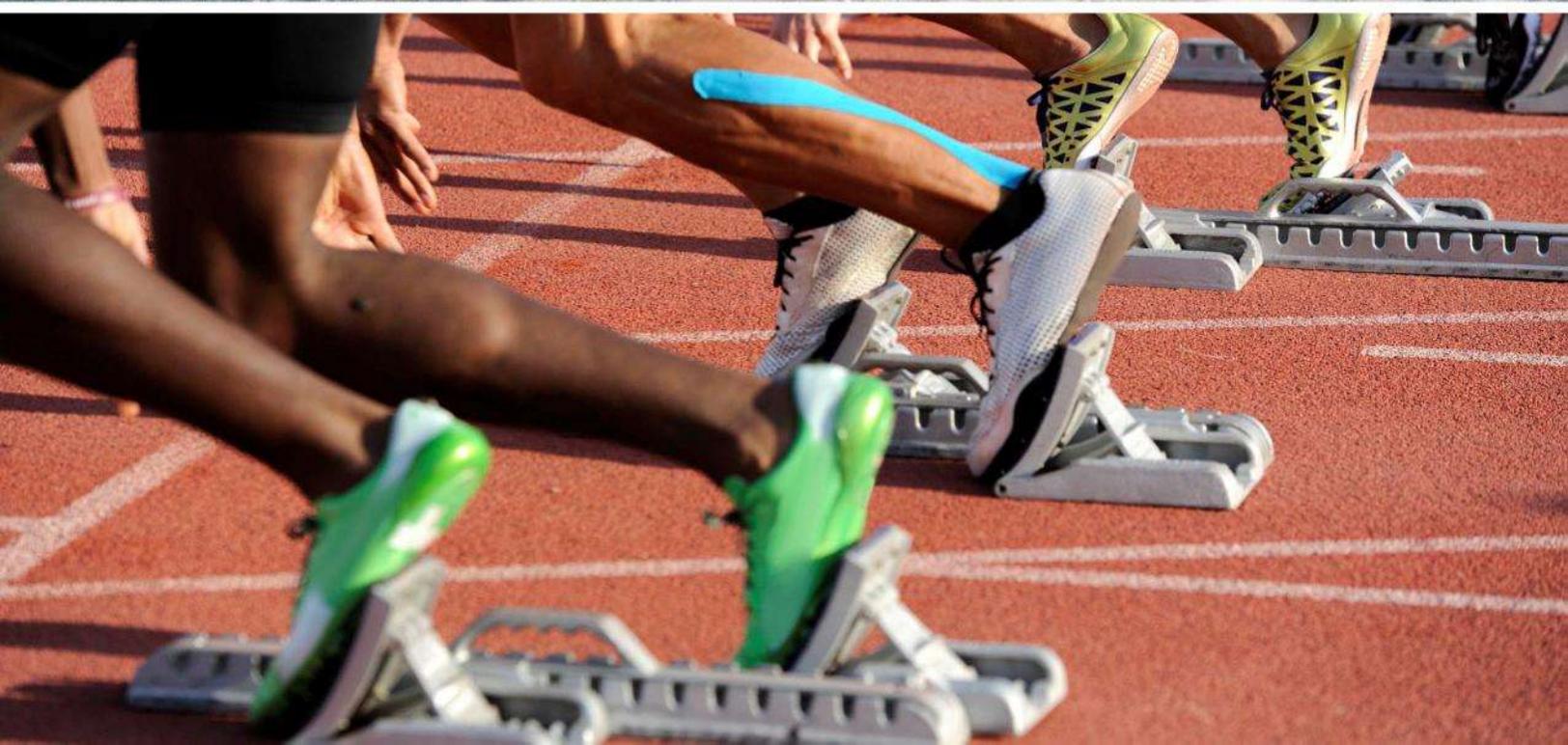
Im **positiven Alternativszenario „Sprint“** mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit von 10 % laufen die Volkswirtschaften mit all ihren Teammitgliedern in hohem Tempo auf das Ziel zu. Es kommt zu einem breiten selbsttragenden Aufschwung. Die niedrigen Produktionskosten dank der dauerhaft geringen Rohstoffpreise führen zu einem Boom bei den Ausrüstungsinvestitionen in den Abnehmerländern. Die rohstoffexportierenden Länder gehen zügig ihre Strukturprobleme an und erhöhen dadurch ebenfalls ihren Wachstumspfad. Regulierung und Bürokratie werden reduziert, schnelle und effiziente Prozesse entstehen durch Industrie 4.0. Aktien und Euro werden beflügelt.

Ich wünsche Ihnen für das kommende Jahr, dass Sie gut trainiert starten und Ihre Investments einen guten Lauf haben.

Ihre



Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirtin/Bereichsleitung Research



# Inhalt

|          |                                                                  |           |
|----------|------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1</b> | <b>Rückblick 2015 mit Kassensturz .....</b>                      | <b>8</b>  |
| <b>2</b> | <b>Kompakt: Die drei Kapitalmarktszenarien 2016.....</b>         | <b>10</b> |
| <b>3</b> | <b>Hauptszenario: Staffellauf (70 %) .....</b>                   | <b>13</b> |
| 3.1      | Stabübergabe entscheidend .....                                  | 13        |
| 3.2      | Exkurs: Öl und Wirtschaftswachstum.....                          | 15        |
| 3.3      | Devisen: Begrenztes Potenzial für den US-Dollar.....             | 16        |
| 3.4      | Renten: Steilere Zinskurve erwünscht .....                       | 17        |
| 3.5      | Corporates: Am Primärmarkt bleibt es interessant.....            | 18        |
| 3.6      | Aktien: Zum Erfolg verdammt.....                                 | 19        |
| 3.7      | Rohstoffe: Strukturelle Preisschwäche .....                      | 20        |
| 3.8      | Immobilien: Im siebten Jahr aufwärts.....                        | 21        |
| <b>4</b> | <b>Alternativszenario: Hindernislauf (20 %) .....</b>            | <b>22</b> |
| <b>5</b> | <b>Alternativszenario: Sprint (10 %).....</b>                    | <b>24</b> |
| <b>6</b> | <b>Länder und Regionen im Hauptszenario .....</b>                | <b>28</b> |
| 6.1      | Deutschland: Gespaltene Konjunktur.....                          | 28        |
| 6.2      | Hessen, Thüringen, NRW und Brandenburg: Ungleiches Tempo.....    | 30        |
| 6.3      | USA: Startschuss.....                                            | 32        |
| 6.4      | Eurozone: Ungleichgewichtige Normalität .....                    | 34        |
| 6.5      | Frankreich: Weniger Staat bedeutet mehr Dynamik .....            | 35        |
| 6.6      | Italien: Endlich auf dem Wachstumspfad .....                     | 36        |
| 6.7      | Spanien: Weiterhin sehr dynamisch.....                           | 37        |
| 6.8      | Niederlande: Nachhaltiger Aufschwung .....                       | 38        |
| 6.9      | Österreich: Potenzial nicht abgerufen .....                      | 39        |
| 6.10     | Griechenland: Von Meilenstein zu Meilenstein .....               | 40        |
| 6.11     | Portugal: Günstige Bedingungen nutzen .....                      | 41        |
| 6.12     | Irland: Rückkehr zur alten Stärke – und zu alten Schwächen?..... | 42        |
| 6.13     | Großbritannien: Vor politischen Entscheidungen.....              | 43        |

|                                                           |           |
|-----------------------------------------------------------|-----------|
| 6.14 Schweiz: Der Fluch der Attraktivität .....           | 44        |
| 6.15 Schweden: Lauftempo bleibt zügig .....               | 45        |
| 6.16 Norwegen: Verschlaufpause .....                      | 46        |
| 6.17 Polen: Neue Strategien nach Trainerwechsel? .....    | 47        |
| 6.18 Ungarn: Treue Fans im eigenen Land .....             | 48        |
| 6.19 Tschechien: Das Feld von hinten aufgerollt .....     | 49        |
| 6.20 Russland: Stabilisierung, aber kein Aufschwung ..... | 50        |
| 6.21 Japan: Doping mit Nebenwirkung .....                 | 51        |
| 6.22 China: Mehr Mitläufer als Schrittmacher .....        | 52        |
| 6.23 Türkei: Achillesferse Leistungsbilanzdefizit .....   | 53        |
| 6.24 Brasilien: Genesung möglich .....                    | 54        |
| <b>7 Tabellen: Prognosen im Hauptszenario .....</b>       | <b>56</b> |
| 7.1 Währungsprognosen im Detail .....                     | 56        |
| 7.2 Kapitalmarktprognosen im Detail .....                 | 57        |
| 7.3 Bruttoinlandsprodukt und Inflation .....              | 58        |
| 7.4 Leistungsbilanz und Budgetsalden .....                | 59        |

#### Autoren

Dr. Gertrud R. Traud  
 Christian Apelt  
 Barbara Bahadori  
 Ulrike Bischoff  
 Marion Dezenter  
 Patrick Franke  
 Dr. Johannes Jander  
 Ulf Krauss  
 Dr. Stefan Mitropoulos  
 Dr. Stefan Mütze  
 Heinrich Peters  
 Ulrich Rathfelder  
 Stefan Rausch  
 Markus Reinwand  
 Claudia Windt

**Redaktionsschluss: 19. November 2015**



## 1 Rückblick 2015 mit Kassensturz

Weltwirtschaft  
läuft nicht rund

Die ökonomischen Verhältnisse waren 2015 durch vermehrte Komplexität und Wachstumsunsicherheiten gekennzeichnet, was schließlich auch in höheren Volatilitäten an den Finanzmärkten Niederschlag fand. Nach der Finanzkrise (2008/2009) und der Schuldenklemme in der Eurozone (2011/2012) machte sich zuletzt eine durch den wirtschaftlichen Abschwung in China befeuerte „Schwellenländerkrise“ zunehmend bemerkbar. Der Druck auf die Rohstoffpreise und den Weltmarkt erhöhte sich. Die Raten von Industrieproduktion und Güterpreisen fielen weltweit zurück, während sich der Dienstleistungssektor zumeist relativ robust zeigte. Die verhaltene Nachfrage von Investitions- und hochwertigen Gebrauchsgütern in den Schwellenländern dämpfte aufgrund der inzwischen erreichten globalen Verflechtung die wenig dynamischen Investitionen in den Industrieländern zusätzlich. Hier lenkten die Unternehmen vielmehr umfangreiche Mittel in Ausschüttungen, Aktienrückkäufe, Akquisitionen und Liquiditätsbestände.

### Kontraste bestimmen einmal mehr „die Landschaft“



\*Einkaufsmanagerindex

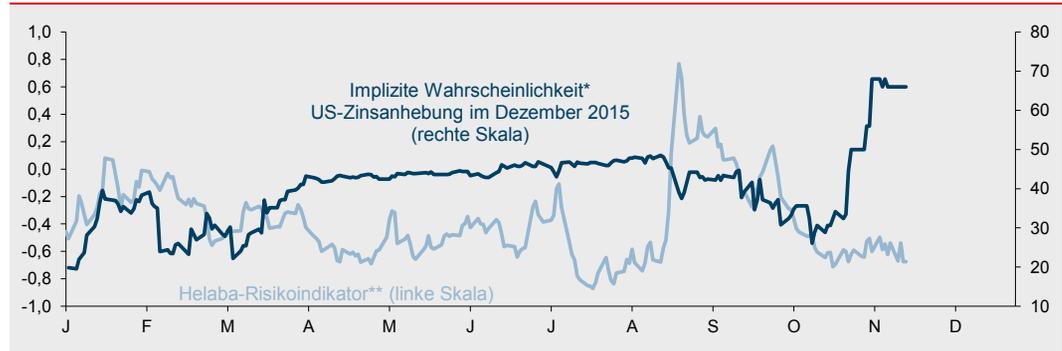
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gleichzeitig nahm – auch infolge ultralockerer Geldpolitik – die globale Verschuldung außerhalb des Finanzsektors (Welt: ca. 245 % vom BIP nach ca. 185 % in 2000 und ca. 225 % in 2011) und die Inflationierung von Vermögenspreisen weiter zu. Bei Aktien, Immobilien und Unternehmensanleihen kam es zu Übertreibungen. Die Wirtschaftspolitik verstärkte schließlich eher die Ungleichgewichte. Dirigismus (China: Aktienmarktinterventionen; Eurozone: Negativzins), Zögerlichkeit (USA: Zinswende) oder mangelndes Krisenmanagement (EU: Flüchtlingsproblem) ließen überdies das Vertrauen in die politischen Autoritäten ab- und die Polarisierung zunehmen.

## Intensives Wechselspiel zwischen avisierter US-Zinswende und Finanzmärkten

Anzahl Standardabweichungen

%



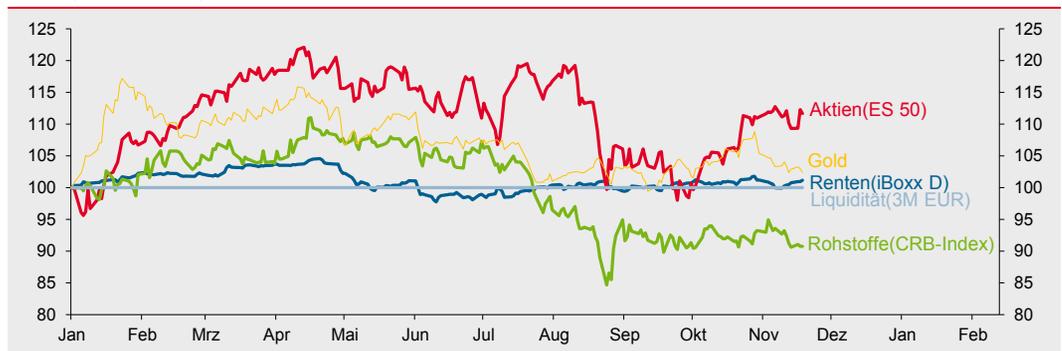
\* abgeleitet aus Terminmarktinstrumenten; \*\* bestehend aus impliziter Aktien-, Renten- und Devisenvolatilität  
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Notenbanken verstärken  
Orientierungsprobleme

Die Geldpolitik hielt nach der großen Rezession lange Zeit die Volatilität an den Finanzmärkten in Grenzen und begleitete die Wirtschaftserholung positiv. Ähnlich wie andere Akteure der Wirtschaftspolitik wirkten die Notenbanken zuletzt aber weniger vertrauensbildend. Auch wenn die Geldpolitik eher Katalysator als die eigentliche Ursache der erhöhten Volatilität bei Rohstoffen, Aktien und Emerging Market-Anlagen ist, fokussierten sich die Finanzmärkte immer stärker auf deren Details. Die sogenannte „Forward Guidance“ der Notenbanken war für die Erwartungsbildung der Marktteilnehmer indes eher kontraproduktiv. So fuhr vor allem die Fed angesichts kurzfristiger Wachstumsunsicherheiten und aktueller Inflationsdaten sowie temporär erhöhter Finanzmarkturbulenzen einen Zickzackkurs. Gleichzeitig konzentrierten sich die Bank of Japan und die EZB weiter auf die „kompetitive Abwertung“ ihrer Währungen und nahmen dabei Fehlallokationen in Kauf. Schließlich schien auch die chinesische Notenbank in den Abwertungswettlauf einzutreten. Das „größte geldpolitische Experiment aller Zeiten“ hielt die Finanzmärkte somit auch 2015 weiter in Atem. Die Hoffnungen der Anleger ruhten zuletzt auf einem gemäßigten US-Zinsanstieg ohne größere Verwerfungen an den Devisen-, Renten- und Aktienmärkten.

## Rentabilität sticht am Ende doch noch Sicherheit

Indexiert, 1.1.2015 = 100, in Euro



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Aktien  
per saldo  
vorne

Unter den Anlageklassikern schnitten Aktien gemessen an der kumulierten Jahresperformance auf Eurobasis per 18.11.2015 im hier betrachteten Anlageuniversum am besten ab. Auf internationaler Ebene fielen dabei die Ergebnisse unterschiedlich aus. Mit japanischen Dividendenpapieren und US-Werten waren auch aufgrund von Währungsgewinnen eindeutig zweistellige Erträge zu erzielen (Nikkei 225: 24,2 %; S&P 500: 17,2 %). Bei den europäischen Vertretern des Universums bewegten sich die Ergebnisse nur an der Grenze hierzu (Euro Stoxx 50: 11,7 %; SMI: 10,9 %; FTSE 100: 9,8 %). Mit Bundesanleihen war insgesamt nicht viel (iBoxx Deutschland: +1,1 %), mit Geldmarktengagements (+0,0 %) nichts zu verdienen. Im Gegensatz zu Gold (+2,4 %) reichte bei Rohstoffen der Kursanstieg des US-Dollar (+13,7 %) nicht aus, um das Ergebnis auf Eurobasis ins Plus zu drehen (-9,3 %).



## 2 Kompakt: Die drei Kapitalmarktszenarien 2016

2016: Weltwirtschaft  
etwas stärker

In unserem **Hauptszenario „Staffellauf“** mit der Eintrittswahrscheinlichkeit 70 % stehen die Teams aus den Schwellen- und Industrieländern bereit zum Konjunktur- und Kapitalmarktlauf. Die Weltwirtschaft expandiert 2016 mit einer Rate von 3,3 % etwas stärker als im Vorjahr. Ausgeprägte konjunkturelle Zyklen sind aber aufgrund der verhaltenen Industrietätigkeit nicht auszumachen.

Die wesentlichen Impulse kommen 2016 aus den Industrieländern. Tempomacher sind die USA, deren Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) auf 3 % zulegen kann. Die Eurozone übertrifft mit 1,6 % sogar leicht ihr Potenzial. Deutschland liegt mit einer Rate von 1,7 % in etwa gleichauf. Italien und Frankreich können mit ihrem Wachstum nicht ganz mithalten, Spanien und Irland laufen weiter überdurchschnittlich. Dabei sind die Wachstumskräfte relativ ähnlich verteilt: Besonders dynamisch läuft überall der Konsum, während die Ausrüstungsinvestitionen und Teile der Bauinvestitionen nur zögerlich vorankommen. Niedrige Zinsen allein reichen demnach nicht aus, um für Schwung zu sorgen. So könnte es sein, dass der Regulierungseifer der Behörden die Unternehmen ausbremst.

Positiver Ölpreisschock:  
viele Gewinner

Für die ölimportierenden Länder ist der strukturell niedrige Ölpreis ein deutlicher Wettbewerbsvorteil. Zum einen erhöht sich das Realeinkommensniveau der Konsumenten. Zum anderen sinken die Beschaffungskosten für die Unternehmen. Zu den Nutznießern neben der EU gehören China und Indien. China kann den Spielraum nutzen, den Umbau seiner Volkswirtschaft voranzutreiben. Ein Anstieg des BIP von 6,5 % sollte möglich sein. Mittelfristig wird sich China auf ein geringeres Wachstum einstellen müssen. Die rohstoffexportierenden Schwellenländer fallen 2016 nicht weiter zurück. Brasilien und Russland gelingt es, eine Verschärfung der Rezession abzuwenden, sie werden kaum noch schrumpfen. Unterstützend wirkt die starke Abwertung ihrer Währungen.

Geldpolitik läuft im Euro-  
raum eine Extrarunde

2016 bleibt die Teuerungsrate in den USA und im Euroraum überschaubar. Zwar zeichnet sich ein Basissprung zum Jahreswechsel ab, doch abseits dessen ist kaum Preisdruck auszumachen. In den USA wird die Inflation im Jahresdurchschnitt bei 1,5 %, in der Eurozone bei 0,9 % liegen. Die EZB möchte im Staffellauf 2016 definitiv den Stab nicht abgeben, sondern weiter laufen. Sie wird ihre Geldpolitik noch expansiver gestalten. Das Vertrauen in einen selbsttragenden Aufschwung ist offensichtlich nicht vorhanden. Die US-Notenbank Fed wird dagegen die Zinsen anheben. Die 10-jährigen US-Treasuries sollten bis auf 3 % anziehen und damit deutlicher als Bundesanleihen. Aufgrund des internationalen Zinszusammenhangs wird die Rendite 10-jähriger Bunds auf rund 1 % steigen. Die Euro-Zinskurve wird steiler, die US-Kurve flacher.

Schnelle Themenwechsel  
bedingen hohe Volatilität

Das fortgesetzte Anleihekaufprogramm der EZB ermöglicht den europäischen Aktienmärkten neue Rekorde. Für den DAX sind vorübergehend Notierungen deutlich über der 12.000-Punkte-Marke zu erwarten. Am Devisenmarkt stützt die geldpolitische Ausrichtung zwar grundsätzlich den US-Dollar. Stärkere Ausschläge werden aber von EZB und Fed abgefangen, nicht zuletzt um die jeweilige Exportwirtschaft zu unterstützen. Wir erwarten für den Euro-Dollar-Kurs 2016 mehr oder weniger eine Seitwärtsbewegung, zum Jahresende dürfte er um 1,05 notieren. In der Summe bleiben die Aussichten am Kapitalmarkt 2016 unter Chance-Risiko-Gesichtspunkten verhalten. Aktien wie auch Immobilien befinden sich bewertungstechnisch im Grenzbereich. Umso mehr gilt es, bei hoher Volatilität die schnellen Themenwechsel zu antizipieren. Taktisches Agieren behält Vorrang vor einer Buy-and-Hold-Strategie.

Wirtschaftliche Kräfte  
erlahmen

Im **negativen Alternativszenario „Hindernislauf“** mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit von 20 % erlahmt das Wachstum. Reglementierungen schränken das freie unternehmerische Handeln ein, Investitionen bleiben aus. Um der heimischen Industrie dennoch vermeintliche Vorteile zu verschaffen, bauen die Wirtschaftsräume Handelshemmnisse auf. Neben den wirtschaftlichen tun sich auch politische Gräben auf und bringen die Weltwirtschaft ins Straucheln. Terror und militärische Konflikte weiten sich aus. In Europa flammt die Staatsschuldenkrise wieder auf und stellt den Fortbestand der Währungsunion in Frage.

Je nachdem wie viele Hürden und Hindernisse sich materialisieren, wird 2016 in den USA das BIP-Wachstum deutlich abgebremst und die Wirtschaftsleistung im Euroraum sowie in Deutschland schrumpft sogar. Die zunehmende Unterauslastung führt zu Deflation. Schwellenländer müssen auf IWF-Programme zurückgreifen, da ihnen der Zugang zu den Kapitalmärkten kaum noch möglich sein wird. Bei schwächerem Außenhandel nimmt das Risiko von Zahlungskrisen schlagartig zu. Eine harte Landung der chinesischen Volkswirtschaft resultiert aus den Verwerfungen der Immobilien- und Investitionsblase.

Anleger fliehen aus Risikoassets in die „sicheren Häfen“ von US-Treasuries und Bundesanleihen. Die Fed und EZB steuern mit weiteren Kaufprogrammen und Zinssenkungen gegen die Krise. Die 10-jährigen US-Treasuries geben bis auf 1 % nach, die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen sinkt unter die Null-Prozent-Marke. Der Euro-Dollar-Kurs gerät stark unter Druck und fällt unter die 0,90. Ein Abwertungswettkampf wird in Gang gesetzt. Bei den Unternehmen gehen die Gewinne spürbar zurück, der DAX kann bis in den Bereich um 6.000 Punkte stürzen.

Starker  
Investitionsaufschwung

Im **positiven Alternativszenario „Sprint“** mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit von 10 % laufen die Volkswirtschaften mit all ihren Teammitgliedern in hohem Tempo auf das Ziel zu. Regulierung und Bürokratie werden reduziert, schnelle und effiziente Prozesse entstehen durch Industrie 4.0. Es kommt zu einem breiten selbsttragenden Aufschwung. Die niedrigen Produktionskosten dank der dauerhaft geringen Rohstoffpreise führen zu einem Boom bei den Ausrüstungsinvestitionen in den Abnehmerländern. Die EZB beendet ihr Ankaufprogramm für Staatsanleihen, wird aber 2016 noch keine Zinswende einleiten. Die Zinskurven werden deutlich steiler. Dies führt zu erheblichen Kursverlusten an den Rentenmärkten in den USA sowie im Euroraum. Im Sprint gewinnen Aktien und hängen Zinstitel klar ab. Kräftige Gewinne überkompensieren die negativen Effekte steigender Zinsen. Aktien weltweit können zweistellige Zuwächse verbuchen. Der DAX testet die 14.000er-Marke. Im Wettkampf der Währungen erhält der Euro Rückenwind. Der Euro-Dollar-Kurs erholt sich in Richtung 1,30.

|                             | <b>Staffellauf</b><br>Hauptszenario | <b>Hindernislauf</b><br>Negativszenario | <b>Sprint</b><br>Positivszenario |
|-----------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------|----------------------------------|
| Eintrittswahrscheinlichkeit | 70 %                                | 20 %                                    | 10 %                             |

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research



## 3 Hauptszenario: Staffellauf (70 %)

### 3.1 Stabübergabe entscheidend

2016: Weltwirtschaft  
etwas stärker

In unserem Hauptszenario „Staffellauf“ mit der Eintrittswahrscheinlichkeit von 70 % stehen die Teams aus den Schwellen- und Industrieländern bereit zum großen Konjunktur- und Kapitalmarktlauf. Die Weltwirtschaft expandiert 2016 mit einer Rate von 3,3 % etwas stärker als im Vorjahr (2,9 %). Ausgeprägte konjunkturelle Zyklen sind nicht auszumachen. Ursächlich dafür ist die verhaltene Industrietätigkeit, die damit nicht ihrer normalen Rolle als Schrittmacher gerecht wird. Dies gilt unabhängig davon, ob es sich um Länder mit einem hohen Industrieanteil wie Deutschland oder mit einem geringen wie den USA handelt.

Die wesentlichen Impulse kommen 2016 aus den Industrieländern, deren Konsumenten die Volkswirtschaften weiter vorantreiben. Tempomacher sind die USA, deren Wachstum nach 2,5 % auf 3 % zulegen kann, also deutlich über dem Trend von 2 %. Bei der Beschleunigung ist auch die Fiskalpolitik behilflich, da sie kaum noch bremst. Der Konsum hat mit einem Plus von 3 % einen guten Lauf und der Arbeitsmarkt hat die Ziellinie der Vollbeschäftigung längst erreicht. Die Schwachpunkte im US-Team sind die geringe industrielle Aktivität sowie die schleppende Nachfrage nach amerikanischen Exporten.

Die Eurozone wird 2016 für ihre Verhältnisse ein gutes Rennen abliefern. Sie schafft mit einem Wachstum des Bruttoinlandsproduktes von 1,6 % sogar ihr Potenzial leicht zu übertreffen. Spanien und Irland laufen weiter überdurchschnittlich, aber auch die bislang schwachen Schwergewichte Italien und Frankreich begeben sich nun an den Start und können mit ihrem Wachstum fast mithalten. Deutschland wird mit einer Rate von 1,7 % in etwa gleichauf mit der Eurozone liegen. Schließlich sind die Wachstumskräfte relativ ähnlich verteilt: Besonders dynamisch läuft überall der Konsum, während die Ausrüstungsinvestitionen und Teile der Bauinvestitionen nur zögerlich vorankommen. Die Schwäche der Ausrüstungsinvestitionen zeigt sich in vielen Industrie-, aber auch Schwellenländern. Niedrige Zinsen allein reichen demnach nicht aus, um für Schwung zu sorgen. So könnte es sein, dass der Regulierungseifer der Behörden die Unternehmen ausbremst.

Positiver Ölpreisschock:  
viele Gewinner

Für alle ölimportierenden Länder ist der strukturell niedrige Ölpreis ein deutlicher Wettbewerbsvorteil. Als direkter Effekt erhöht sich zum einen das Realeinkommensniveau der Konsumenten. Zum anderen sinken die Beschaffungskosten für die Unternehmen mit positiven Auswirkungen auf Gewinne und Investitionen. Zu den größten Nutznießern neben der EU und Deutschland gehören auch China und Indien. China als einer der größten Ölimporteure der Welt kann den Spielraum nutzen, den Umbau seiner Volkswirtschaft voranzutreiben. Wohlwollende Geld- und Fiskalpolitik begleiten diesen Prozess weiterhin, sodass ein Anstieg des BIP von 6,5 % möglich sein sollte. Mittelfristig wird sich China aber auf ein deutlich geringeres Wachstum einstellen müssen. Die rohstoffexportierenden Schwellenländer fallen 2016 nicht weiter zurück. Brasilien und Russland gelingt es, eine Verschärfung der Rezession abzuwenden, sie werden kaum noch schrumpfen. Unterstützend wirkt die starke Abwertung ihrer Währungen.

Für die Industrieländer ist der Zusammenhang zwischen Ölpreis und Inflationsrate ungebrochen, während ein enger Arbeitsmarkt – wie in den USA oder Deutschland – kaum noch inflationstreibend wirkt. 2016 bleibt der Preisdruck in den USA und im Euroraum überschaubar. Zwar zeichnet sich ein Basissprung zum Jahreswechsel ab, doch abseits dessen ist kaum Preisdruck auszumachen. In den USA wird die Inflation im Jahresdurchschnitt bei 1,5 %, in der Eurozone bei 0,9 % liegen.

Geldpolitik läuft in Japan  
und im Euroraum eine  
Extrarunde

In vielen entwickelten Volkswirtschaften wird sich der hohe Expansionsgrad der Geldpolitik nicht verringern, trotz Erreichen des Potenzialwachstums. Die EZB möchte im Staffellauf 2016 definitiv eine weitere Runde laufen. Sie wird ihre Geldpolitik noch expansiver gestalten. Das Vertrauen in einen selbsttragenden Aufschwung ist offensichtlich nicht vorhanden. In Japan beschleunigt sich

das Wachstum von 0,5 % auf 1,0 %. Doch auch dort sehen die Bank of Japan und die Regierung keinen Anlass, weniger expansiv zu werden. Die US-Notenbank Fed ist dagegen bereit, den Stafelstab abzugeben und die Zinsen anzuheben. Die Bank of England schließt sich quasi im Windschatten an. In beiden Ländern bleibt die Geldpolitik aber trotzdem expansiv. Für die Rentenmärkte gilt deshalb: Angesichts des geringen Ausgangsniveaus und des vorsichtigen Agierens der Notenbanken wird das Realzinsniveau weltweit niedrig bleiben, auch wenn der Zinserhöhungszyklus in den angelsächsischen Ländern startet.

### Ausgewählte Prognosen für 2016

|  <b>Deutschland</b> |  <b>Eurozone</b> |  <b>USA</b> |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| BIP-Wachstum: 1,7 %                                                                                  | BIP-Wachstum: 1,6 %                                                                               | BIP-Wachstum: 3,0 %                                                                            |
| Inflation: 1,2 %                                                                                     | Inflation: 0,9 %                                                                                  | Inflation: 1,5 %                                                                               |
| 1.–4. Quartal:                                                                                       | 1.–4. Quartal:                                                                                    | 1.–4. Quartal:                                                                                 |
| 3 Monats-Euribor, %                                                                                  | Leitzinsen, %                                                                                     | Leitzinsen (Mittelwert), %                                                                     |
| -0,15 / -0,15 / -0,15 / -0,15                                                                        | 0,05 / 0,05 / 0,05 / 0,05                                                                         | 0,6 / 0,9 / 1,1 / 1,4                                                                          |
| 10-jährige Bundesanleihen, %                                                                         | USD / Euro                                                                                        | 10-jährige Treasuries, %                                                                       |
| 0,7 / 0,9 / 0,8 / 1,0                                                                                | 1,05 / 1,10 / 1,15 / 1,05                                                                         | 2,8 / 2,9 / 2,9 / 3,0                                                                          |
| DAX                                                                                                  | Euro Stoxx 50                                                                                     | S&P 500                                                                                        |
| 11.900 / 11.700 / 11.200 / 12.000                                                                    | 3.700 / 3.650 / 3.500 / 3.800                                                                     | 2.150 / 2.120 / 2.080 / 2.150                                                                  |

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Aktien mit  
Medaillenhoffnungen

Das fortgesetzte Anleihekaufprogramm der EZB ermöglicht den europäischen Aktienmärkten neue Rekorde. Für den DAX sind vorübergehend Notierungen deutlich über der 12.000-Punkte-Marke zu erwarten. Europäische Staatsanleihen profitieren, da sich im Trend die Zinskonvergenz ebenso wie die konjunkturelle Konvergenz unter den Eurostaaten fortsetzen sollte. Die Rentenmärkte werden vornehmlich durch das entgegengesetzte Verhalten der beiden großen Notenbanken geprägt sein. Die 10-jährigen US-Treasuries sollten bis auf 3 % anziehen und damit deutlicher als Bundesanleihen. Aufgrund des internationalen Zinszusammenhangs wird die Rendite 10-jähriger Bunds auf rund 1 % steigen. Die Euro-Zinskurve wird steiler, die US-Kurve flacher.

Covered Bonds werden weiterhin vom QE-Effekt dominiert, die Spreads bleiben niedrig. Bei Unternehmensanleihen kommt es zeitweilig zu einer moderaten Spreadeinengung. Immobilien werden weiter durch das Niedrigzinsniveau aufgeheizt. Verstärkt lassen sich Preissteigerungen über fundamental gerechtfertigte Niveaus beobachten, was die Gefahr der Blasenbildung erhöht. Der deutsche Wohnungsmarkt steht ohnehin aufgrund des Flüchtlingsstroms vor einer Sondersituation. Für Gold bleiben die Performanceaussichten insgesamt verhalten.

Wechselkurse im Fokus  
der Notenbanken

Am Devisenmarkt stützt die geldpolitische Ausrichtung zwar grundsätzlich den US-Dollar. Stärkere Ausschläge werden aber sowohl von der EZB als auch der US-Notenbank zumindest mit Verbalinterventionen oder sogar mit der Geldpolitik abgefangen, nicht zuletzt um die jeweilige Exportwirtschaft zu unterstützen. Wir erwarten für den Euro-Dollar-Kurs 2016 mehr oder weniger eine Seitwärtsbewegung, zum Jahresende dürfte er um 1,05 notieren.

Schnelle Themenwechsel  
bedingen hohe Volatilität

In der Summe bleiben die Aussichten am Kapitalmarkt 2016 unter Chance-Risiko-Gesichtspunkten verhalten. Chancen aus der hohen geldpolitischen Liquidität stehen fundamentale Risiken des moderaten Wirtschaftswachstums gegenüber. Aktien und Immobilien befinden sich bewertungstechnisch im Grenzbereich. Umso mehr gilt es, bei hoher Volatilität die schnellen Themenwechsel zu antizipieren. Die Nachwehen der europäischen Staatsschuldenkrise, politische Unsicherheiten im Euroraum auch aufgrund der Flüchtlingskrise, das Risiko eines Brexit, der VW-Abgasskandal und seine Folgen sowie die Deutung des Rohölpreistrückgangs als drohenden Konjunkturreinbruch haben das Potenzial, abrupte Kehrtwenden an den Kapitalmärkten auszulösen. Sie haben aber nicht die Kraft für einen Wechsel in die Alternativszenarien, da sich diese Risiken im Hauptszenario nicht materialisieren. Taktisches Agieren behält Vorrang vor einer Buy-and-Hold-Strategie.

### 3.2 Exkurs: Öl und Wirtschaftswachstum

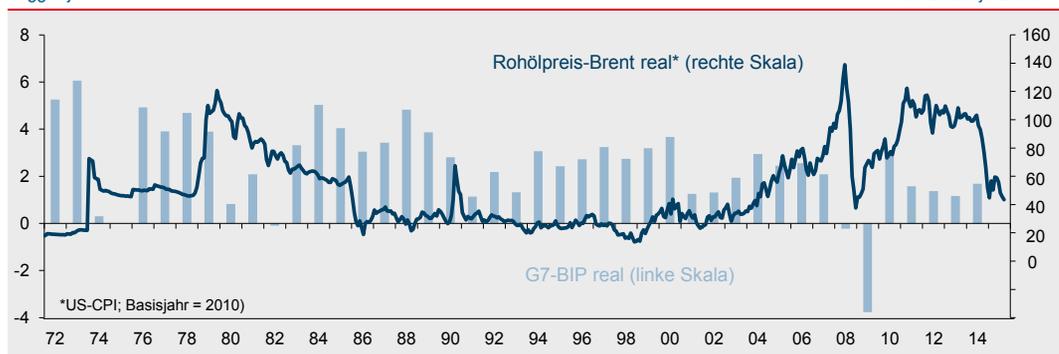
Niedrige Energiepreise  
kein Intermezzo

Die Chancen stehen recht gut, dass der durchschnittliche reale Rohölpreis in den kommenden zehn Jahren bei etwa 60 US-Dollar je Barrel liegen wird. Das wären rund 40 % weniger als im Durchschnitt der letzten vier Jahre. Das letzte Mal gab es eine Niveaushiftung dieser Größenordnung in den 80er Jahren. Auch damals eröffnete sich in erster Linie angebotsbedingt eine Phase relativ entspannter Energiepreise. Sie dauerte bis nach der Jahrtausendwende an. Das Wirtschaftswachstum war davon vor allem in den Industrieländern nachhaltig begünstigt. Technologisch und regulatorisch induzierte Substitutionseffekte werden diesmal zudem besonders tiefgreifenden Einfluss haben. Selbst ein geringeres Wachstum der Produktionskapazitäten außerhalb der OPEC dürfte hierdurch langfristig mehr als kompensiert werden. Nicht ein mangelndes Angebot an fossilen Primärenergieträgern, sondern an Kapazitäten der Kohlenstoffaufnahme der Erdatmosphäre wird wahrscheinlich zunehmend den Energiemix bestimmen.

#### Weltwirtschaft profitiert von moderaten Ölpreisen

% gg. Vj.

US-Dollar je Barrel



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Positive  
Einkommenseffekte  
gedeihen weiter

Nachhaltige Energiepreiserückgänge können spürbare Einkommens- und Vermögenseffekte bewirken. Vor allem bei großen Ölimporteuren, wie Westeuropa, China, Indien und Japan, dürften die niedrigeren Energiekosten nach und nach positive Wachstumsimpulse entfalten. Selbst die Wirtschaft des inzwischen wieder großen Öl- und Erdgasproduzenten USA müsste dabei per saldo leicht gewinnen. In der Frühphase können allerdings noch Anspannungen an den Finanzmärkten sowie abgeschwächte Investitionen im Energiesektor und eine weniger dynamische Importnachfrage der Ölexporture dominieren. Die positiven Effekte schlagen eher zeitverzögert richtig zu Buche, auch da Konsumenten und Unternehmen in den Ölimportländern ihr Ausgabeverhalten erst nach einer Weile anpassen.

Spitze Rechnungen  
nicht überbewerten

In welchem Umfang und wie lange ein deutlicher Rückgang der Energiepreise sich im Wirtschaftswachstum und in der Inflation niederschlägt, kann je nach Land stark variieren. Allein Unterschiede in der Energieintensität, der Wirtschaftspolitik oder der Währungsentwicklung können das Ausmaß wesentlich beeinflussen. Während zahlreiche Untersuchungen zu fühlbaren Auswirkungen von Ölpreissteigerungen auf das Wachstum verschiedener Länder vorliegen, ist das Material zur aktuellen Situation überschaubar. Auch sind die Schätzungen recht vage. So wird bei einem nachhaltigen Ölpreisrückgang von 45 % beispielsweise mit einem Wachstumsimpuls von 0,7 % bis 0,8 % für das Welt-BIP gerechnet. Für einzelne Länder streuen die Ergebnisse allerdings sehr: USA (0,2 %-1,25 %), Euroraum (bis zu 1 %) und China (0,1 %-0,7 %). Allein die Entlastung bei den Ölimporten dürfte im Fall von China auf Dollarbasis aktuell rund 1,0 % des BIP (Jahresdurchschnittswerte 2015/2014) ausmachen. Gleichzeitig stehen Schätzungen im Raum, dass in Abhängigkeit vom Anteil der Ölimporte ein zehnpromentiger Ölpreisrückgang zu einem BIP-Plus zwischen 0,1 % und 0,5 % in den Ölimportländern führen dürfte. Letztlich sollte man sich aber nicht in spitzen Rechnungen verlieren, während mit dem jüngsten Rückgang der Energiepreise ein „Gorilla durchs Gelände“ läuft. Allein beim Erdöl bedeutet die Dispositionsmasse aktuell gut 1,5 Bio. US-Dollar. Hinzu kommen Erdgas und Kohle mit beträchtlichen Summen, die nicht mehr überwiegend akkumuliert werden, sondern wahrscheinlich für andere Zwecke zur Verfügung stehen.



### 3.3 Devisen: Begrenztes Potenzial für den US-Dollar

Der Devisenmarkt steht fest im Bann der Geldpolitik. Während die EZB vorrangig mittels Anleihekaufprogrammen 2005 eine expansivere Geldpolitik einschlug und wohl auch 2016 beibehält, steuert die Federal Reserve, wenn auch äußerst zögerlich, in Richtung höherer Leitzinsen. Der Zinsvorteil und damit die relative Attraktivität der US-Währung sind gewachsen.

Positives Dollar-Umfeld schon weitgehend berücksichtigt

Die divergierende Geldpolitik wird an den Märkten schon lange thematisiert, sodass sie bereits in erheblichem Maße in den Kursen berücksichtigt ist. Schließlich fiel der Euro-Dollar-Kurs 2015 zwischenzeitlich auf ein 12-Jahres-Tief. Ohnehin galt vor früheren Zinserhöhungszyklen, dass der US-Dollar im Vorfeld zulegte und dann einen Teil seiner Gewinne wieder abgab. Außerdem wird die Fed in diesem Erhöhungszyklus ihren Leitzins besonders behutsam anheben. Der US-Dollar ist auf Basis von Kaufkraftparitäten oder realen Wechselkursindizes bereits deutlich überbewertet. Deshalb wird die Fed einer weiteren starken Dollar-Aufwertung verbal oder eventuell sogar mit einer Zinspause entgegenwirken. Der Renditevorsprung des US-Dollar wird zwar im Verlauf von 2016 noch etwas zunehmen. Da jedoch der Euro-Dollar-Kurs bis zuletzt schon einiges eingepreist hat, wird die US-Währung von dieser Seite keine ganz großen Impulse mehr erhalten. Phasenweise könnte sich sogar der Euro merklich erholen. Allerdings wird die EZB das Potenzial der Gemeinschaftswährung begrenzen. Schon 2015 wurde offensichtlich, dass die europäische Notenbank kein Interesse an einer festeren Währung hegt. Daher wird sich der Euro-Dollar-Kurs 2016 vermutlich in einer geldpolitisch bedingten Bandbreite von 1,00 bis 1,20 bewegen. Dabei dürfte der US-Dollar per saldo leicht aufwerten, der Euro-Dollar-Kurs zum Jahresende bei 1,05 notieren.

Euro-Dollar-Kurs dem US-Zinsvorteil vorausgelaufen



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

US-Dollar-Hausse schon weit vorangeschritten



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Wechselkursentwicklung steht auch im Fokus anderer Notenbanken. So wird die Bank of Japan mit einer expansiven Geldpolitik eine spürbare Aufwertung des Yen verhindern. Von einem nachhaltigen Abwertungsschub ist nicht auszugehen, da die japanische Währung insbesondere gegenüber dem US-Dollar stark unterbewertet ist. Das Gegenteil gilt für den Schweizer Franken. Aufgrund der expansiven EZB-Politik wird sich der Euro-Franken-Kurs allenfalls leicht erholen können, der Schweizer Notenbank sollte es aber mit ihrer Politik gelingen, eine neuerliche Aufwertung zu vermeiden. Das Britische Pfund dürfte gegenüber dem Euro 2016 etwas zulegen, da die Bank of England im Windschatten der Fed eine vorsichtige Zinswende einleitet.

|                   | Veränderung seit    | aktueller        | Helaba-Prognosen |         |         |         |
|-------------------|---------------------|------------------|------------------|---------|---------|---------|
|                   | Jahresultimo        | Stand*           | Q1/2016          | Q2/2016 | Q3/2016 | Q4/2016 |
|                   | jeweils gg. Euro, % | jeweils gg. Euro |                  |         |         |         |
| US-Dollar         | 14,0                | 1,07             | 1,05             | 1,10    | 1,15    | 1,05    |
| Japanischer Yen   | 10,2                | 132              | 131              | 135     | 136     | 131     |
| Britisches Pfund  | 11,7                | 0,70             | 0,70             | 0,68    | 0,70    | 0,66    |
| Schweizer Franken | 10,6                | 1,09             | 1,10             | 1,10    | 1,10    | 1,10    |

\*18.11.2015

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research; mehr Währungsprognosen auf Seite 56



### 3.4 Renten: Steilere Zinskurve erwünscht

US-Vorgaben belasten

Die Pflöcke werden vermutlich für einen längeren Zeitraum eingerammt, wenn die US-Notenbank und die EZB ihre gegenläufigen Zinsentscheidungen treffen: Die Fed geht allmählich vom Gas und sorgt somit für ein raues Klima am amerikanischen Rentenmarkt. Wir erwarten einen Anstieg 10-jähriger US-Treasuries auf rund 3 %. Die Europäische Zentralbank scheint dagegen entschlossen zu sein, dem Konjunktur- und Inflationskarren einen kräftigen Schub zu verpassen. Dabei stehen sowohl eine Ausweitung des Ankaufprogramms sowie eine Senkung des Einlagenzinses auf der Agenda. Die Folgen sind anhaltend negative Zinssätze am Euro-Geldmarkt, bei kurzlaufenden deutschen Staatsanleihen und Pfandbriefen.

Abstand zu US-Treasuries wird zunehmen



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Steilere Zinskurve durch Liquiditätsausweitung



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Lange Laufzeiten unter Druck

Die Renditen kürzerer Laufzeiten schaffen es angesichts latenter Zinssenkungsfantasie 2016 vermutlich kaum, sich aus dem negativen Terrain zu befreien. Dagegen dürften längere Laufzeiten ein gewisses „Eigenleben“ führen. Der Einfluss der EZB ist trotz des Anleiheankaufprogramms begrenzt, wie der kräftige Renditeanstieg im Frühjahr 2015 gezeigt hat. Unter Bewertungsaspekten könnte der Ausblick infolge tendenziell höherer Inflationsdaten eingetrübt werden. Zudem leidet die Attraktivität von Euro-Renten unter der deutlich höheren Verzinsung von US-Anleihen. Für internationale Investoren könnte zudem die Sorge vor einer ausgeprägten Euro-Schwäche zu Kaufzurückhaltung führen.

Für höhere Kapitalmarktzinsen spricht ebenfalls das grundsätzliche Interesse der Europäischen Zentralbank an einem mittelfristig steileren Verlauf der Zinskurve. Diese spiegelt am plakativsten steigende Inflationserwartungen und verbesserte Konjunkturperspektiven wider. Seit Jahresmitte 2015 lag die Differenz zwischen zehnjährigen und zweijährigen Bundesanleihen unter einem Prozentpunkt, was angesichts der massiven geldpolitischen Impulse im historischen Vergleich sehr wenig ist. Blicke die Kurve relativ flach, so würde sich die Frage nach den geldpolitischen Einflussmöglichkeiten und der Glaubwürdigkeit der EZB stellen. Die Finanzmarktstabilität wäre gleichzeitig auf dem Prüfstand. Der Anlagenotstand bei den Kapitalsammelstellen würde nochmals spürbar zunehmen. Bei dem von uns unterstellten moderaten Renditeanstieg 10-jähriger Bunds auf rund 1 % wäre die Lage zumindest etwas entspannter. Die Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen schwankt in Deutschland 2016 vermutlich in einem Bereich von 0,4 % bis 1,2 % und in den USA zwischen 2,2 % und 3,2 %.

|                     | Veränderung seit Jahresultimo | aktueller Stand* | Helaba-Prognosen |         |         |         |
|---------------------|-------------------------------|------------------|------------------|---------|---------|---------|
|                     | in Basispunkten               | in %             | Q1/2016          | Q2/2016 | Q3/2016 | Q4/2016 |
| 3M Euribor          | -17                           | -0,09            | -0,15            | -0,15   | -0,15   | -0,15   |
| 10j. Bundesanleihen | -3                            | 0,51             | 0,70             | 0,90    | 0,80    | 1,00    |
| 10j. US-Treasuries  | 9                             | 2,27             | 2,80             | 2,90    | 2,90    | 3,00    |

\*18.11.2015

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research; mehr Währungsprognosen auf Seite 57



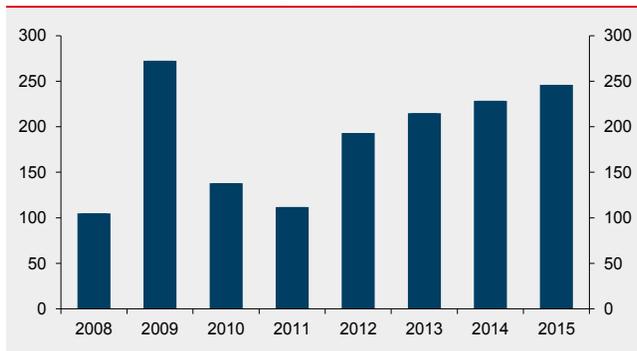
### 3.5 Corporates: Am Primärmarkt bleibt es interessant

Emissionen 2015  
auf Rekordniveau

2008, in einer dunklen Nacht mitten in der Finanzmarktkrise, lag auf einem Blatt ein Ei. Und als Politik, IWF und Notenbanken die Sonne wieder über dem Kapitalmarkt aufgehen ließen, hell und warm, da schlüpfte aus dem Ei – knack – die kleine Primärmarkt-Raupe Nimmersatt. Sie machte sich auf den Weg in das Land der europäischen Corporate Bonds, um Futter zu suchen. 2009 verputzte sie gleich ein Rekordvolumen von knapp 300 Mrd. Euro. Aber satt war sie noch immer nicht. In den nächsten Jahren fraß sie sich durch viele Sektoren und Länder, praktisch alle Rating- und Größenklassen sowie das gesamte Laufzeitenspektrum. Aber satt war sie noch immer nicht. Im Spätsommer 2015, die Raupe hatte schon wieder eine rekordverdächtige Portion verdrückt, weiteten sich plötzlich die Risikoprämien aus. In China wuchsen die Bäume auf einmal nicht mehr in den Himmel, in den USA roch es aufdringlich nach Zinserhöhungen und die Investoren wurden mit einem Mal risikobewusster, hatten Angst vor langen Laufzeiten und achteten fortan stärker auf die Verzinsung der neuen Papiere. An diesem Abend hatte die Raupe Bauchschmerzen.

#### Schwacher Herbst verhindert neuen Rekord

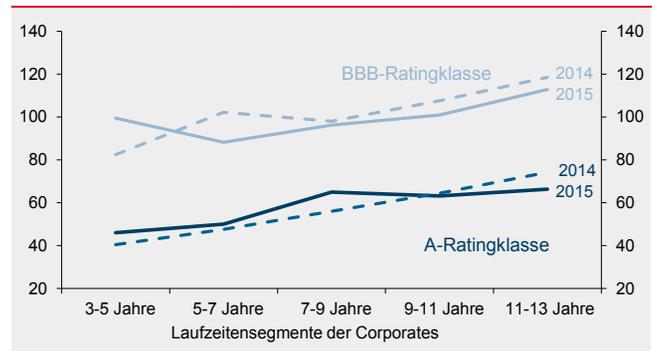
Anleiheemissionen Jan.-Okt. im Vorjahresvergleich, Volumen in Mrd. Euro



Quellen: Bloomberg, bondradar, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Emissionspreads nahezu auf Vorjahresniveau

Durchschnittl. Risikoaufschlag Jan.-Okt., Asset Swap Spread in Basispunkten



Quellen: Bloomberg, bondradar, Helaba Volkswirtschaft/Research

Übernahmeaktivitäten  
bleiben wichtiger Treiber

Ob es ihr 2016 wieder besser gehen wird? Schließlich drängen renditehungrige Anleger den Emittenten ihr Geld schon seit geraumer Zeit förmlich auf. Die Kassen der Unternehmen sind, auch wegen der guten Gewinne der letzten Jahre, prall gefüllt. Gleichwohl laufen in den kommenden Monaten Anleihen im Umfang von rund 200 Mrd. Euro aus, die angesichts des noch immer vergleichsweise niedrigen Zinsniveaus mehrheitlich refinanziert werden dürften. Allen voran dürften Unternehmen aus den Sektoren Versorger und Auto, aber auch aus der Gesundheits- und Telekommunikationsbranche auf Roadshow gehen. Daneben wird das sich weiterhin munter drehende Übernahmeharasser für Nachschub an frischen Bonds sorgen. Die Initialzündung könnte der 2016 zur Ausfinanzierung anstehende Zusammenschluss von AB InBev und SABMiller geben, für den die Belgier Anleihen im Umfang von über 50 Mrd. Euro ausgeben wollen.

Alternative  
Finanzierungsquellen mit  
wachsender Bedeutung?

Der Kapitalbedarf für organisches Wachstum, etwa den Neubau von Fabriken, hält sich angesichts der durchwachsenen Konjunkturaussichten dagegen wohl weiter in Grenzen. Zudem könnte der klassische Bankkredit an Bedeutung gewinnen. So sind momentan viele Kreditinstitute trotz (oder gerade wegen) steigender regulatorischer Kapitalanforderungen stark an der Ausweitung ihres Geschäfts mit Firmenkunden guter Bonität interessiert. Dies dürfte, ganz nebenbei, die Spreads in diesem für den Anleihenmarkt typischen Segment nicht in den Himmel steigen lassen, auch wenn die Investoren weiterhin stärker auf eine ausgewogenere Risiko-Ertrag-Mischung achten. Möglicherweise werden auch die Emittenten künftig größeren Wert darauf legen, sich dem Bondmarkt nicht völlig zu verschreiben, sondern ihren Finanzierungsmix um alternative Instrumente, wie etwa den kapitalmarktnahen Schuldschein, zu erweitern. Dennoch muss sich die kleine Primärmarkt-Raupe nicht in ihren Kokon zwingen und auf bessere Zeiten warten. Sie wird weiter genug Futter finden. Wer weiß: Vielleicht wird aus ihr ja auch ein wunderschöner Schmetterling?



### 3.6 Aktien: Zum Erfolg verdammt

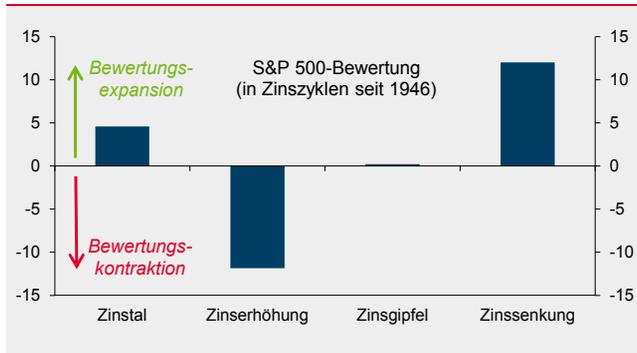
Aktien werden sich wohl auch 2016 im Spannungsfeld hoher Bewertung und dem „Mangel an Anlagealternativen“ bewegen. Solange die Wachstumsaussichten einigermaßen günstig bleiben, werden Anleger vermutlich das Risiko- dem Renditekalkül unterordnen und das eher überschaubare Potenzial von Dividentiteln voll ausreizen. Dies wird jedoch kein kontinuierlicher Prozess sein. Vielmehr ist davon auszugehen, dass sich auch angesichts der Reife des Aktienzyklus die Volatilität weiter erhöhen wird.

Kurspotenzial bei US-Aktien überschaubar

Für US-Aktien dürften die Zinserhöhungen der Fed eine wesentliche Rolle spielen. In zurückliegenden Zinszyklen war ein klares Muster zu erkennen: Während in Zinssenkungsphasen und im Zinstal regelmäßig ein Anstieg des KGVs zu beobachten war, kam es in Zinserhöhungsphasen meist zu einer spürbaren Bewertungskontraktion. In der Vergangenheit legten Aktien nach der ersten Leitzinserhöhung oft noch zu. Allerdings erfolgte sie bereits in einer Phase, in der die Dynamik der Unternehmensgewinne die Bremseffekte der Geldpolitik überkompensieren konnte. Dies wird in diesem Zyklus nicht so einfach sein. Ausgehend vom schon hohen Bewertungsniveau lassen sich für US-Aktien trotz robuster Wachstums- und Gewinnaussichten bestenfalls niedrige einstellige Kurszuwächse ableiten.

#### US-Zinserhöhungen drücken Bewertungsspielraum

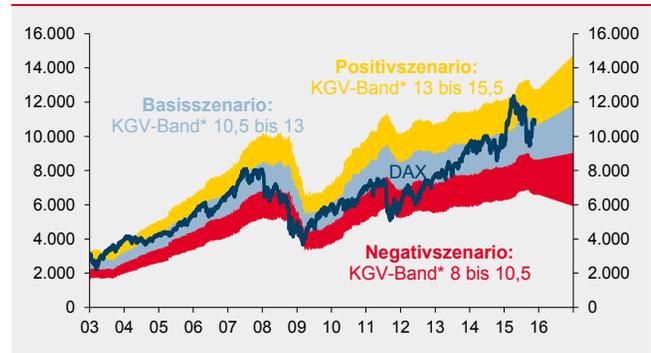
Veränderung des KGV, %



Quellen: Shiller, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Zeitweiliges Überschießen bei Euro-Aktien dank EZB

Index



\* auf Basis der Gewinnsschätzungen für die kommenden 12 Monate  
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Euro-Titel im Vorteil

Etwas besser sieht es für Euro-Aktien aus. So dürften neben fortgesetzt niedrigen Energie- und Rohstoffpreisen die voraussichtlich anhaltende Euro-Schwäche sowie eine Stabilisierung der Emerging Markets hiesigen Titeln in die Hände spielen. Zwar werden die Zuwachsraten der Unternehmensgewinne auf Indexebene aller Voraussicht nach nicht signifikant höher ausfallen als bei den US-Pendants. Anders als in den USA wird es angesichts einer Ausweitung des EZB-Kaufprogramms vermutlich noch zu einer spürbaren Bewertungsexpansion bei Euro-Titeln kommen. Für den DAX sind vorübergehend Notierungen deutlich über der 12.000-Punkte-Marke zu erwarten. Allerdings dürfte ihm dann schnell wieder die Puste ausgehen. Wie schon 2015 wird daher bei der Aktienanlage sehr viel taktisches Geschick gefragt sein. Zur Orientierung bieten sich vor allem die aus der Historie abgeleiteten KGV-Bänder an. Unter realistischen Annahmen lässt sich für den DAX ein fairer Wert zwischen 9.000 und 12.000 Punkten ableiten. Notierungen deutlich darüber sollten daher genauso antizyklisch zum Abbau von Aktien genutzt werden wie mögliche Abtaucher für den Aufbau (Kursspanne DAX: 9.000 bis 12.500).

|               | Veränderung seit Jahresultimo<br>in Landeswährung, % | aktueller Stand* | Helaba-Prognosen |         |         |         |
|---------------|------------------------------------------------------|------------------|------------------|---------|---------|---------|
|               |                                                      | Index            | Q1/2016          | Q2/2016 | Q3/2016 | Q4/2016 |
| DAX           | 10,4                                                 | 10.960           | 11.900           | 11.700  | 11.200  | 12.000  |
| Euro Stoxx 50 | 9,4                                                  | 3.432            | 3.700            | 3.650   | 3.500   | 3.800   |
| S&P 500       | 0,2                                                  | 2.084            | 2.150            | 2.120   | 2.080   | 2.150   |

\*18.11.2015

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research; mehr Prognosen zu den internationalen Aktienmärkten auf Seite 57



### 3.7 Rohstoffe: Strukturelle Preisschwäche

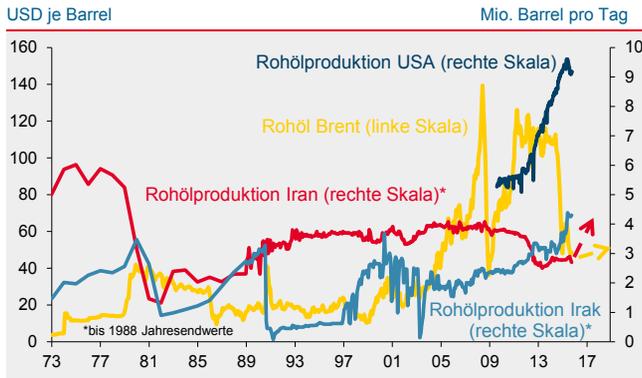
Außergewöhnlich lange Bodenbildung auf der Agenda

Die Performance von Rohstoffen ist bereits im vierten Jahr abwärts gerichtet. Seit Mitte 2014 hat sich der Verfall der Notierungen enorm beschleunigt. Hierin drückt sich in erster Linie eine strukturelle Preisschwäche aus. Mit einer großen Schnäppchenjagd ist für diese alternative Anlage auch in 2016 nicht zu rechnen. Real betrachtet sind die Spotpreise im historischen Vergleich nämlich in der Breite noch nicht wirklich „ausgebombt“. Das Makroumfeld, die fundamentalen Marktverhältnisse und die Investmentnachfrage versprechen vorerst auch keinen spürbaren Rückenwind. Vielmehr scheint eine außergewöhnlich lange Bodenbildung auf dem Plan zu stehen, wobei kurzfristig eher noch leichte Abwärtsrisiken existieren.

Brent: Allemaal „kein Verkäufermarkt“

Der Wettbewerb unter den Ölproduzenten – auch innerhalb der OPEC und nicht nur durch die Wiederkehr des Irans – wird bei wenig dynamischer Nachfrage und reichlichem Angebot 2016 wohl intensiv bleiben. Der extreme Lageraufbau in 2015 besonders in den OECD-Ländern hängt zudem wie ein Damoklesschwert über dem Markt. Die Musik spielt womöglich weit über 2016 hinaus nicht mehr wie im letzten Jahrzehnt in erster Linie in den häufig von politischen Spannungen geprägten Förderländern, sondern auf den großen Absatzmärkten. Nachdem die USA mit der Erschließung neuer umfangreicher eigener Reserven einen beachtlichen Teil der internationalen Energienachfrage für lange Zeit von der Bühne genommen haben, nimmt das Gerangel um die anderen zahlungskräftigen Ölimporteure (Europa, Asien) zu. So bemühen sich die Saudis immer mehr auch um Russlands Stammkunden Europa (Anteil an Mineralölexporten aus Russland: 72 %). Allerdings werden Preise unter 50 US-Dollar je Barrel auch Kapazitäten aus dem Markt drängen, was ebenso wie die strategischen Käufe Chinas stabilisierend wirken dürfte.

#### Brent: Nächste Angebotswelle kommt aus dem Iran



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Gold: US-Realzinsen dämpfen auch via Dollar



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gold: Erneut widerstreitende Einflüsse

Der Goldpreis wird sich 2016 u.E. zwischen 1.000 und 1.200 US-Dollar je Feinunze einpendeln. Steigende US-Realzinsen und ein robuster US-Dollar werden voraussichtlich belasten. Stärker makroorientierte Finanzinvestoren und Spekulanten dürften dabei als Katalysatoren wirken. Andererseits werden Privatanleger unter langfristigen Vermögenssicherungsaspekten – sei es durch den Kauf von Barren, Münzen oder Schmuck – bei Preisrückgängen weltweit beherzt zugreifen. Offenbar besinnen sich die zu Gold im Zwiespalt stehenden Notenbanken auch auf das gelbe Metall als eiserne Reserve. Besonders gilt dies für China, das außerdem für den Yuan den Reservewährungsstatus anstrebt. Gegenüber den USA und den Europäern gilt es daher aus Peking Sicht bei den Goldreserven noch aufzuholen. Schließlich wird das Minenangebot wohl nicht mehr wachsen, sondern ähnlich wie das Aufkommen aus Recycling 2016 zurückgehen.

|                | Veränderung seit | aktueller | Helaba-Prognosen |         |         |         |
|----------------|------------------|-----------|------------------|---------|---------|---------|
|                | Jahresultimo     |           | Stand*           | Q1/2016 | Q2/2016 | Q3/2016 |
|                | in %             | in \$     |                  |         |         |         |
| Brentöl \$/bbl | -23,8            | 44        | 45               | 48      | 47      | 48      |
| Gold \$/oz     | -11              | 1.071     | 1.050            | 1.100   | 1.150   | 1.100   |

\*18.11.2015

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research



### 3.8 Immobilien: Im siebten Jahr aufwärts

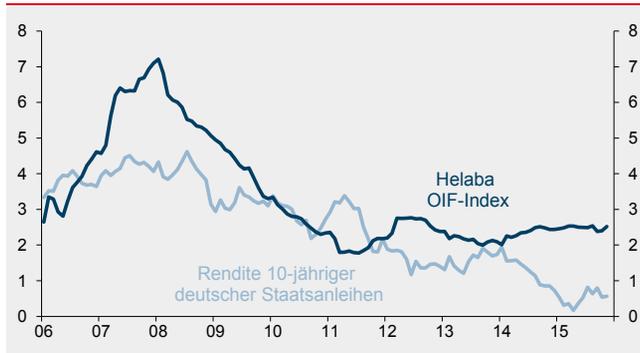
Angefeuert von anhaltend niedrigen Zinsen und dem fortgesetzten Anlagenotstand bleibt die relative Attraktivität der Assetklasse Immobilien 2016 erhalten. Damit stehen die Chancen gut, dass die Transaktionsumsätze an den gewerblichen Immobilienmärkten im kommenden Jahr erneut zulegen und in den meisten Märkten die Kaufpreise weiter steigen. Der Aufschwung an den globalen Immobilienmärkten geht damit in sein siebtes Jahr. Viele Investoren möchten den Immobilienanteil in ihren Portfolios erhöhen, können dieses Ziel aber angesichts des knappen Angebots an Objekten der gewünschten Güteklasse nur unzureichend umsetzen. Damit dürften die Immobilieninvestmentmärkte auch im neuen Jahr den Vermietungsmärkten davonlaufen.

Leicht verbesserte Rendite offener Immobilienfonds

Die in vielen Immobilienmärkten (stärker) steigenden Immobilienwerte haben sich jedoch noch nicht in der Wertentwicklung der deutschen offenen Immobilienfonds (OIF) niedergeschlagen. Für 2016 sehen wir im Durchschnitt der investierbaren (d.h. nicht in Auflösung befindlichen) Publikumsfonds nur eine geringfügig höhere Jahresperformance. So drückt die niedrige Verzinsung der liquiden Mittel in den Portfolios die Ergebnisse. Auch dürfte sich infolge der Bewertung durch Sachverständigengutachten die positive Marktentwicklung nur zeitverzögert auswirken. Schließlich dürfte die aktuell günstige Situation zur Portfoliobereinigung genutzt werden – was im Einzelfall mit Abwertungen verbunden sein kann. Insgesamt sehen wir bis Ende 2016 eine Performance der OIF von durchschnittlich knapp 3 %. Dies bleibt im Niedrigzinsumfeld eine für Anleger akzeptable Rendite. Die kräftigen Mittelzuflüsse in diese Fondskategorie sollten daher andauern.

#### Offene Immobilienfonds: Wann platzt der Knoten?

Jahresperformance Helaba OIF-Index, %



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Deutsche Wohnimmobilienpreise steigen weiter

vdp Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum, 2003 = 100



Quellen: vdp, Helaba Volkswirtschaft/Research

Flüchtlingsstrom verschärft Knappheit

Der deutsche Wohnungsmarkt wird auch 2016 von kräftiger Nachfrage bei nur verzögert und viel zu gering zunehmendem Angebot geprägt sein. Damit sollten die Hauspreise weiter spürbar zulegen. Mehr als eine Million Flüchtlinge allein 2015 verschärfen die Knappheit am Wohnungsmarkt. Die Mehrzahl der Asylanten wird wohl dauerhaft in Deutschland bleiben und benötigt daher Wohnraum jenseits der kurzfristig erforderlichen Erstunterbringung. Der vor allem in den Ballungsräumen angespannte Wohnungsmarkt wird 2016 stärker in den Fokus der Politik geraten. Zusätzliche Fördermaßnahmen, eine Wiederbelebung des sozialen Wohnungsbaus, die Senkung von Baustandards sowie eine Beschleunigung von Planungs- und Genehmigungsprozessen werden die Diskussion bestimmen. Die Nutzung leerstehender Immobilien und die Konversion von Gewerbeimmobilien in Wohnraum, vor allem aber die umfassende Schaffung von günstigen neuen Wohnungen ist erforderlich, um den Wohnungsmarkt nicht noch weiter ins Ungleichgewicht zu bringen. Die zuletzt eher schwachen Genehmigungszahlen sprechen jedoch nicht dafür, dass die Bautätigkeit auf kurze Frist kräftiger in Schwung kommt.

|                   |           | Gesamtrendite |      |      |       |       |
|-------------------|-----------|---------------|------|------|-------|-------|
|                   |           | 2012          | 2013 | 2014 | 2015s | 2016p |
| Helaba OIF-Index* | % gg. Vj. | 2,4           | 2,1  | 2,4  | 2,5   | 2,8   |

\* Durchschnittliche Jahresperformance von 9 investierbaren offenen Immobilien-Publikumsfonds der 4 großen Anbieter s=Schätzung, p=Prognose  
 Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research



## 4 Alternativszenario: Hindernislauf (20 %)

Wirtschaftliche Kräfte  
erlahmen

Im negativen Alternativszenario „Hindernislauf“ mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit von 20 % ist der Lauf deutlich langsamer und das Wachstum erlahmt. Viele Hindernisse werden zu fast unüberwindbaren Barrieren erklärt und lassen den Ruf nach „mehr Staat“ lauter werden. Dies hat zwangsläufig ein „weniger Wirtschaft“ zur Folge, da Reglementierungen das freie unternehmerische Handeln einschränken. Investitionen bleiben aus und das Wachstum wird gehemmt.

Um der heimischen Industrie dennoch vermeintliche Vorteile zu verschaffen, könnten tarifäre und nicht-tarifäre Handelshemmnisse von den einzelnen Wirtschaftsräumen aufgebaut werden. In Verhandlung befindliche bilaterale Handelsabkommen werden auf Eis gelegt und globale Handelsabkommen gar nicht mehr angestrebt. Die Geldpolitik flankiert dies, indem sie mit Zinssenkungen und Kaufprogrammen die heimische Währung zu schwächen versucht. Ein Abwertungswettlauf wird in Gang gesetzt. China bekommt den Umbau seiner Volkswirtschaft nicht in den Griff. Verwerfungen aus der Immobilien- und Investitionsblase sorgen für eine harte Landung der chinesischen Volkswirtschaft. In der Summe sinken dann Wachstum und Außenhandel zusammen.

Politische Hürden und  
Hindernisse

Neben den wirtschaftlichen tun sich auch politische Gräben auf und bringen die Weltwirtschaft ins Straucheln. Terror und militärische Konflikte weiten sich aus, da international keine Lösung gefunden werden kann. Damit schwindet das Vertrauen in die Politik, sodass noch mehr Flüchtlinge die Krisenländer verlassen. In Europa wird angezweifelt, inwieweit die Regierungen für Themen wie Staatsschuldenkrise und Versorgung der Flüchtlinge nachhaltige Lösungen finden können. Immer mehr Bürger wenden sich von der „europäischen Idee“ ab. In Großbritannien gewinnen die Befürworter eines Brexit massiv dazu. Nationalstaatliches Denken und Verteilungskonflikte dominieren auch im gemeinsamen Währungsraum. Die Staatsschuldenkrise flammt wieder auf und stellt den Fortbestand der Währungsunion in Frage. In den anstehenden Wahlen erhalten die politischen Ränder enormen Zuspruch. Auch bei den Präsidentschaftswahlen in den USA könnte sich ein Populist durchsetzen.

Je nachdem wie viele Hürden und Hindernisse sich materialisieren, wird 2016 in den USA das BIP-Wachstum deutlich unter 1 % abgebremst; die Wirtschaftsleistung im Euroraum und in Deutschland schrumpft sogar um rund 1 %. Die zunehmende Unterauslastung führt zu einem noch stärkeren Abwärtsdruck auf die Teuerung. Die Arbeitslosigkeit steigt deutlich an und verstärkt über die nicht mehr steigenden Löhne den deflatorischen Impuls. Deflation wird zum Thema, sowohl für die USA als auch für die Eurozone. Verschärfen sich neben den wirtschaftlichen Problemen in den Industrie- und Schwellenländern auch die militärischen Auseinandersetzungen im Nahen Osten, ist

ein weiterer Rückgang des Ölpreises zu erwarten. Die massiven Angebotsüberhänge an den Weltmärkten würden eine mögliche Verknappung aus diesen Gebieten überkompensieren. Der weiter fallende Ölpreis verstärkt die deflationären Tendenzen und stellt eine zusätzliche Belastung für die rohöllexportierenden Länder dar.

### Welthandel unter Druck

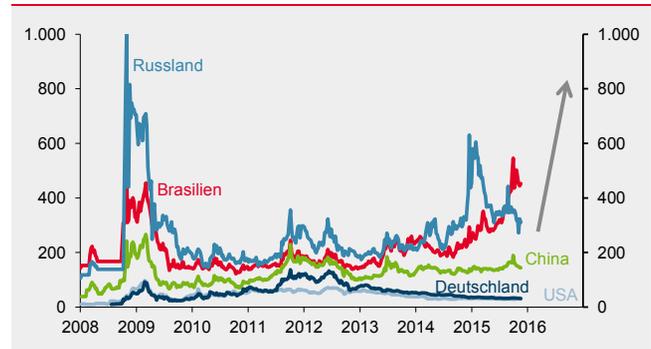
% gg. Vj.



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Schuldenkrise reloaded

CDS-Prämien 10-jähriger Staatsanleihen in US-Dollar, Basispunkte



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Um der schrumpfenden Wirtschaft mit Ausgabenpaketen entgegenzuwirken, weiten die Industrieländer ihre Verschuldung massiv aus. Schon jetzt toppt die weltweite Verschuldung das Niveau vor der Finanzkrise. Schwellenländer müssen auf IWF-Programme zurückgreifen, da ihnen der Zugang zu den Kapitalmärkten kaum noch möglich sein wird. Je geringer aber das Wachstum und je größer die Verschuldung, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit von Staatspleiten. Bei gleichzeitig schwächerem Außenhandel nimmt das Risiko von Zahlungskrisen schlagartig zu. Zu den gefährdeten Kandidaten gehören u.a. Brasilien und Griechenland.

### Kapitalmarktverwerfungen

Im negativen Szenario treten Schieflagen im Bankensystem sowie Verwerfungen an den globalen Kapitalmärkten auf. Anleger suchen Sicherheit, sie fliehen aus Risikoassets in die „sicheren Häfen“ von US-Treasuries und Bundesanleihen. Die Fed wird zu einer Kehrtwende gezwungen: Sie bricht ihren Zinserhöhungszyklus ab und steuert mit Kaufprogrammen und Zinssenkungen gegen die Krise. Die EZB weitet ebenfalls ihr Kaufprogramm aus und reduziert den Leitzins markant in den negativen Bereich. Im Zuge dessen geben die 10-jährigen US-Treasuries bis auf 1 % nach, die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen sinkt unter die Null-Prozent-Marke. Trotz der sehr niedrigen Zinsen kommt es bei Immobilien zu Preiskorrekturen, da die schlechtere fundamentale Lage belastet.

Gold und US-Dollar werden in Zeiten hoher Unsicherheit ihrem Ruf als Krisenwährungen gerecht. Gold nähert sich wieder den alten Höchstständen von über 1.900 US-Dollar pro Unze. Der Euro-Dollar-Kurs gerät stark unter Druck und fällt unter die 0,90. Allerdings setzt die expansive US-Geldpolitik der Aufwertung des US-Dollar zumindest Grenzen.

### DAX fällt auf 6.000 Indexpunkte

Die markante Wachstumsabschwächung führt bei den Unternehmen zu spürbaren Gewinnrückgängen und einer Verschlechterung der Bilanzqualität. Die unkonventionellen geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen können diese negativen Effekte nicht ausgleichen. Vielmehr sorgt die sprunghaft gestiegene Risikoaversion für schmerzhaft Kursabschläge bei Aktien und Unternehmensanleihen. Da die Ausfallraten merklich ansteigen, führt dies selbst bei Unternehmensanleihen aus dem Investment Grade Segment zu einer markanten Spread-Ausweitung. Der deutsche Leitindex DAX kann bis in den Bereich um 6.000 Punkte stürzen.



## 5 Alternativszenario: Sprint (10 %)

Weltwirtschaft  
startet durch

In unserem positiven Alternativszenario „Sprint“ startet die Weltwirtschaft durch, da nahezu alle Volkswirtschaften ihr Wachstumstempo erheblich steigern können. Strukturelle Schwächen und politische Unsicherheiten werden abgebaut sowie Bürokratie und Regulierung spürbar zurückgefahren. Dies kommt den Investitionen zu Gute und beendet die weltweite Investitionsschwäche. Ein breiter selbsttragender Aufschwung setzt ein. Der Welthandel nimmt richtig Fahrt auf. Diesem Szenario messen wir nur eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 10 % bei.

In den Industrieländern findet ein veritabler Investitionsaufschwung statt, der auch von ausländischen Direktinvestitionen getrieben wird. Schnelle und effiziente Prozesse entstehen durch Industrie 4.0. Produktionskosten können durch dauerhaft niedrige Rohstoffpreise gesenkt werden und „erwirtschaften“ somit einen Teil des Booms bei den Ausrüstungsinvestitionen in den Abnehmerländern. Neben der Nutzung der reichlich vorhandenen eigenen finanziellen Mittel springt die Kreditnachfrage an. Die Banken sind ausreichend kapitalisiert, um den großen Bedarf befriedigen zu können. Weitere Regulierungswellen im Finanzsektor bleiben aus und bürokratische Ineffizienzen werden beseitigt. Die Banken können wieder zu einem Wachstumsmotor werden.

US-Wachstum läuft  
auf Hochtouren

Spitzenreiter bei den Industrienationen bleiben die USA, deren BIP-Wachstumsrate an 4 % heranreicht. Aufgrund hoher Steuereinnahmen ist es einfacher, die infrastrukturellen Schwächen mittels einer expansiven Fiskalpolitik anzugehen. Es macht sich ein deutlicher Optimismus unter den privaten Haushalten und Unternehmen breit. Der Arbeitsmarkt markiert dabei einen Rekord nach dem anderen. Die Vollbeschäftigung übersetzt sich in steigende Löhne und der private Konsum boomt. Die US-Inflation zieht in Richtung 3 % an. Gemessen an historischen Relationen ist dies immer noch vergleichsweise niedrig. Deshalb wird die Fed das Zinserhöhungstempo nur leicht steigern. Ein neutrales Leitzinsniveau ist nicht vor 2017 zu erwarten.

Euroraum zieht mit

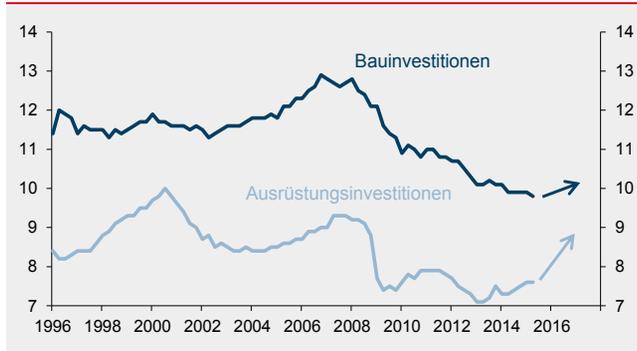
Im Euroraum gehen die Strukturreformen in der Breite weiter und es gelingt ein politischer Schulterschluss aller Länder. Die Nachwehen der Finanz- und Staatsschuldenkrise mit all ihrer Unsicherheit werden bewältigt, sodass das Vertrauen in den gemeinsamen Währungsraum nachhaltig gestärkt wird. Die Politik zieht an einem Strang und eine EU-weite Einigung zur Versorgung der Flüchtlinge wird getroffen. Zudem werden regulatorische Stolperfallen beiseite geräumt und die Unternehmen wieder zu Schrittmachern der Konjunktur. Sie starten eine Investitionsoffensive, von der Deutschland aufgrund seines starken Industrieanteils in besonderem Maße profitiert. Auch der Staat widmet sich endlich den notwendigen Infrastrukturinvestitionen. Der Euroraum kann sein Gesamtwachstum auf rund 2,5 % steigern, wobei Deutschland mit fast 3 % wieder als Konjunktur-

lokomotive fungiert. Der strukturell niedrige Ölpreis sowie massive Effizienzsteigerungen im Währungsgebiet begrenzen den Preisauftrieb. Die Inflation wird mit 2,5 % zwar über dem EZB-Inflationsziel liegen, aber immer noch in dessen komfortabler Nähe.

Die rohstoffexportierenden Schwellenländer gehen zügig ihre Strukturprobleme an und erhöhen dadurch ihren Wachstumspfad. 2016 kommen die Schwergewichte Brasilien, Russland, China und Indien über eine Stabilisierung hinaus und überraschen mit einer starken zyklischen Erholung.

### Investitionen kommen in Schwung

Eurozone, % des BIP



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Deutlich steilere Zinskurve

% Prozentpunkte



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Durch den selbsttragenden Aufschwung in vielen Industrieländern und die Erholung in den Schwellenländern setzt sich global der Zug der Zinsnormalisierung in Bewegung. Die Zinsen für Staatsanleihen entfernen sich von ihren Krisenniveaus. Die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen sprintet über 4 % und zieht die Bundesanleihen mit. Die 10-jährigen Bunds überwinden die 2 %-Marke.

### Kursverluste an den Rentenmärkten

Die EZB beendet in dem positiven Wachstumsumfeld und mit Blick auf die leicht anziehende Inflation ihre Ankaufprogramme für Staatsanleihen, wird aber 2016 noch keine Zinswende einleiten. Die Zinskurven werden deutlich steiler. Dies führt zu erheblichen Kursverlusten an den Rentenmärkten in den USA sowie im Euroraum. Der Zinsanstieg belastet zwar auch die Unternehmensanleihen. Eine ausgesprochen positive Konjunktorentwicklung und deutlich nachlassende Risiken sorgen aber für eine weitere Einengung der Spreads. Immobilien verlieren angesichts der steigenden Zinsen an relativer Attraktivität. Dieser Effekt wird allerdings durch die erheblich bessere Lage an den Vermietungsmärkten weitgehend ausgeglichen, sodass negative Preisreaktionen zunächst ausbleiben.

Im Sprint gewinnen Aktien und hängen Zinstitel klar ab. Die Beschleunigung des Wirtschaftswachstums sorgt für deutliche Umsatzsteigerungen bei den Unternehmen. Auch die Margen können ausgeweitet werden, sodass die Gewinne überdurchschnittlich zulegen. Damit werden die negativen Effekte steigender Zinsen überkompensiert. Aktien weltweit können zweistellige Zuwächse verbuchen. Der DAX testet die 14.000er Marke. Im Wettlauf der Währungen erhält der Euro Rückenwind. Der Euro-Dollar-Kurs erholt sich in Richtung 1,30.





Lofotbecken

BARENTS

NORWEGEN

FINNLAND

SCHWEDEN

ESTLAND

OSTEUROPÄISCHES TIERRA  
RUSSLAND

LETTLAND

LITAUEN

OSTSEE

WEISSRUSSLAND

POLEN

DEUTSCHLAND

TSCHECHISCHE  
REPUBLIK

SLOWAKEI

UKRAINE

UNGARN

MOLDAWIEN

RUMÄNIEN

KROATIEN

BOSNIEN UND  
HERZEGOWINA

SERBIEN

BULGARIEN

SCHWARZES MEER

GEORGIEN

ALBANIEN

TÜRKEI



## 6 Länder und Regionen im Hauptszenario

### 6.1 Deutschland: Gespaltene Konjunktur

Deutschland nicht mehr  
Wachstumslokomotive

Seit der Finanzkrise 2008/2009 war das deutsche Wirtschaftswachstum höher als in der gesamten Europäischen Währungsunion. Das Land erfüllte die Aufgabe der Wachstumslokomotive. Dieser Abstand ist voraussichtlich bereits 2015 verschwunden und wird sich in der Folge auch nicht mehr einstellen. Dies nicht, weil Deutschland seine Expansionskräfte verloren hätte. Vielmehr wachsen die ehemaligen Krisenländer wieder. Die Eurozone ist in der Normalität angekommen. Jedoch ist das deutsche Wachstum zurzeit wenig ausgewogen. Es wird getragen vom Konsum, während die Ausrüstungs- und Teile der Bauinvestitionen nur zögerlich vorankommen. Trotzdem dürfte nach einem Wachstum von kalenderbereinigt 1,5 % in diesem Jahr 2016 ein etwas höherer Zuwachs von 1,7 % möglich sein.

#### Konsum: 2 %-Plateau erreicht

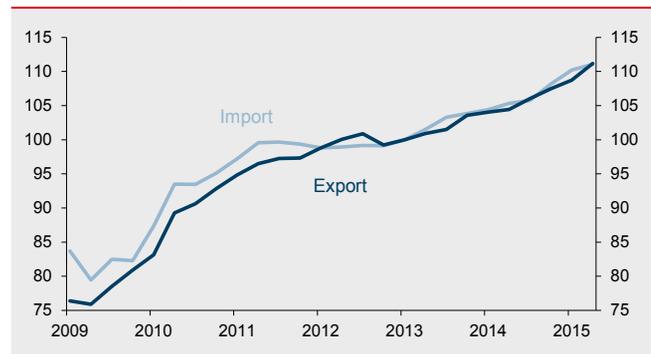
% gg. Vj., real



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Seit 2013 nahezu ausgeglichene Handelszuwächse

Index: Q1 2013 = 100, real



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Niedrige Inflation und  
steigende Bevölkerung  
helfen dem Konsum

Der wichtigste Treiber der Konjunktur bleibt der Konsum. 2015 ist dieser um schätzungsweise real 2 % angestiegen, eine Rate, die auch im nächsten Jahr fast wieder erreicht werden dürfte. So werden die Tarifeinkommen in der Gesamtwirtschaft 2016 erneut um mehr als 2 % und die Beschäftigung um etwa 0,5 % zulegen. Von der Sparquote gehen allerdings keine Impulse aus; sie dürfte nahezu unverändert bleiben. 2015 haben die gesunkenen Ölpreise die Verbraucher sehr stark entlastet. Die an der Tankstelle oder beim Heizölkauf eingesparten Mittel konnten anderweitig verausgabt werden. Dieser Effekt dürfte 2016 etwas schwächer ausfallen, was sich an einer um etwa einen Prozentpunkt höheren Preissteigerung zeigt. Die Inflationsrate wird dann im Jahresdurchschnitt bei 1,2 % liegen. Zusätzlich führt der hohe Zuzug nach Deutschland zu einem positiven Konsumeffekt. Allerdings hat sich bereits in den vergangenen Monaten das optimistische Konsumklima etwas eingetrübt. Inklusiv des lebhaft wachsenden öffentlichen Konsums dürften die gesamten Verbrauchsausgaben 2016 trotzdem 1,3 Prozentpunkte zum gesamten Wirtschaftswachstum beitragen.

Unbefriedigend entwickeln sich die Ausrüstungsinvestitionen. Sie haben 2015 die schwache Entwicklung der Vorjahre fortgesetzt und sind nur um rund 3 % gewachsen. Eine höhere Dynamik ist hier bislang nicht auszumachen. Die Kapazitätsauslastung ist gerade mal durchschnittlich und die wirtschaftlich schwierige Situation in vielen Schwellenländern sowie die weltweit schwache Kapitalbildung lassen vorerst keinen Nachfrageschub für die deutsche Industrie erwarten. Der Druck auf die Erträge hält weiter an. Während die Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe ansteigen, sinken die Erzeugerpreise. Im Jahresverlauf 2016 dürfte es hier allerdings zu einer Stabilisierung kommen. Zusätzlich belasten Überkapazitäten in einzelnen Grundstoffindustrien. Auch sind die hausgemachten Probleme für den Investitionsstandort Deutschland nicht ausgeräumt. Nach einer Verschnaufpause steigen die Strompreise für die mittelständische Industrie wieder. Die niedrigeren Ölpreise verbessern zwar die Wettbewerbssituation für energieintensive Branchen im Vergleich beispielsweise zu den USA, die – so in der Chemieindustrie – günstiges Gas als Einsatzmaterial verwenden. Scharfe Klimaschutzauflagen in der Europäischen Union verringern allerdings

die Attraktivität von Investitionen. Ein Wachstumstreiber ist die Bautätigkeit, wobei die Dynamik einzig vom Wohnungsbau ausgeht. Weiterhin besteht ein großer Bedarf an neu gebauten Wohnungen in großen Städten und deren Umland. Die Unternehmen halten sich hingegen bei Wirtschaftsbauten zurück und die angekündigte Investitionsoffensive der öffentlichen Hand hat sich zumindest in den Zahlen bislang nicht niedergeschlagen. 2016 dürfte die Dynamik etwas stärker ausfallen.

Außenhandel 2016  
mit nur kleinem  
Wachstumsbeitrag

Der deutsche Außenhandel – ein klassischer Konjunkturstimulator – erfüllt seine Aufgabe zurzeit nur unzureichend. Zwar profitieren die Unternehmen von einem schwachen Euro-Außenwert, allerdings ist die Entwicklung auf den Weltmärkten ambivalent. China ändert sein Wachstumsmodell hin zum Konsum, was die deutsche Industrie eher belastet. Wichtige Schwellenländer wie Russland sind in der Krise, aus der sie nur allmählich herauswachsen. Positive Impulse gehen von den USA und vor allem von einer gesunden Eurozone aus. Die Währungsunion nimmt 37 % der deutschen Waren ab. Trotz dieser Krisen kann die wettbewerbsstarke Industrie ihre Exporte steigern. Gleichwohl haben ähnlich dynamische Importe seit Anfang 2013 kein reales Wachstum des Außenhandels ermöglicht (vgl. Grafik). Für 2016 ist hier wie bei den Investitionen keine nachhaltige Verbesserung zu erwarten.

### Prognoseübersicht Deutschland

|                              |           | 2014  | 2015s | 2016p | 2017p |
|------------------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| Bruttoinlandsprodukt, real   | % gg. Vj. | 1,6   | 1,7   | 1,8   | 1,3   |
| BIP, kalenderbereinigt, real | % gg. Vj. | 1,6   | 1,5   | 1,7   | 1,5   |
| Private Konsumausgaben       | % gg. Vj. | 0,9   | 2,0   | 1,8   | 1,5   |
| Staatsausgaben               | % gg. Vj. | 1,7   | 1,7   | 1,4   | 1,3   |
| Bruttoanlageinvestitionen    | % gg. Vj. | 3,5   | 2,2   | 3,1   | 3,4   |
| Ausrüstungsinvestitionen     | % gg. Vj. | 4,5   | 3,0   | 4,0   | 4,0   |
| Bauinvestitionen             | % gg. Vj. | 2,9   | 1,5   | 2,0   | 2,2   |
| Exporte                      | % gg. Vj. | 4,0   | 5,0   | 4,0   | 3,5   |
| Importe                      | % gg. Vj. | 3,7   | 5,0   | 4,0   | 3,0   |
| Budgetsaldo                  | % des BIP | 0,3   | 0,5   | 0,2   | 0,0   |
| Leistungsbilanzsaldo         | % des BIP | 7,3   | 7,8   | 7,7   | 7,7   |
| Arbeitslosenquote*           | %         | 6,7   | 6,4   | 6,4   | 6,7   |
| Arbeitslose                  | Tsd.      | 2.898 | 2.780 | 2.780 | 2.950 |
| Inflationsrate               | % gg. Vj. | 0,9   | 0,3   | 1,2   | 1,5   |

\* in % aller zivilen Erwerbspersonen

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: Statistisches Bundesamt, Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gefahren nicht übersehen

Obwohl die deutsche Wirtschaftsentwicklung auf den ersten Blick erfreulich ist, birgt doch das aktuelle konsumorientierte Wachstumsmodell Risiken. So basiert es auf zu hohen Tarifabschlüssen, die seit längerem nicht mehr durch entsprechende Produktivitätssteigerungen „verdient“ werden. Die Folge sind zunehmende Lohnstückkosten. Da die europäischen Konkurrenten hier zurückhaltender sind, verschlechtert sich die deutsche Wettbewerbsfähigkeit. Die momentan sehr starke Zuwanderung nach Deutschland stimuliert zwar den Konsum. Dieser wird allerdings im Wesentlichen staatlich alimentiert. Die hohen Ausgaben vor allem der Kommunen dürften darüber hinaus dringend erforderliche Investitionen in die Infrastruktur erschweren. Die Integration einer so hohen Zahl an Zuwanderern ist alles andere als sicher. Große Anstrengungen zur Qualifizierung sind erforderlich. Zumindest 2016 dürften die Arbeitslosigkeit und die Kosten für deren Finanzierung im Verlauf wieder steigen.

## 6.2 Hessen, Thüringen, NRW und Brandenburg: Ungleiches Tempo

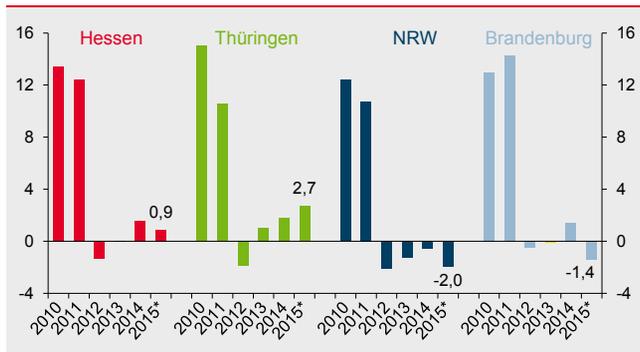


### Hessen: Im Laufschrift mit Deutschland

Hessen hat sich seit 2013 im konjunkturellen Wettkampf gut geschlagen und blieb entweder sehr nahe am Bundesdurchschnitt oder übertraf ihn leicht. Mit dem stabilen Wachstum in Deutschland insgesamt hat das Bundesland die Chance, auch 2015 und 2016 beim Tempo mitzuhalten und ähnlich hohe Raten von mindestens 1,6 % zu erreichen. Die Kreditvergabe an Nichtbanken hat sich derweil erholt und expandierte bundesweit zuletzt um knapp 2 %, sodass auch das hessische Kreditgewerbe davon profitiert haben dürfte. Die Insolvenzen sind in den ersten acht Monaten 2015 in Hessen zwar gestiegen, doch bleibt der Anteil der zahlungsunfähigen Unternehmen spürbar unterdurchschnittlich. Der Frankfurter Flughafen entwickelt sich 2015 positiv. Die Passagierzahlen steuern auf einen neuen Rekord zu. Der Frachtbereich ist zwar im Minus. Als Impulsgeber für die Region sind jedoch die Fluggäste wichtiger. Mit dem Bau des dritten Terminals wurde kürzlich begonnen; die Inbetriebnahme ist für 2022 geplant. Aus der hessischen Industrie kommen je nach Branche unterschiedliche Signale. In der Summe stieg der Umsatz in den ersten neun Monaten nur um 0,9 % und damit schwächer als im Bundesdurchschnitt (2,0 %). Allerdings waren die Auftragseingänge dynamischer, sodass die Industrie in Hessen noch zulegen kann – wenn nicht in diesem, dann im nächsten Jahr. Die hessische Arbeitslosenquote von 5,5 % (Januar bis Oktober) dürfte 2016 aufgrund des Flüchtlingsstroms etwas höher ausfallen, aber deutlich niedriger als in Gesamtdeutschland bleiben. Für den Arbeitsmarkt ist das Logistikkreuz Frankfurt Airport ein zuverlässiger Anbieter von Stellen auf allen Qualifikationsstufen, das auch eine lange Praxis bei Integration von Menschen mit Migrationshintergrund besitzt.

### Industrie mit positiven und negativen Impulsen

Umsatz im Verarbeitenden Gewerbe/Bergbau, % gg. Vj.

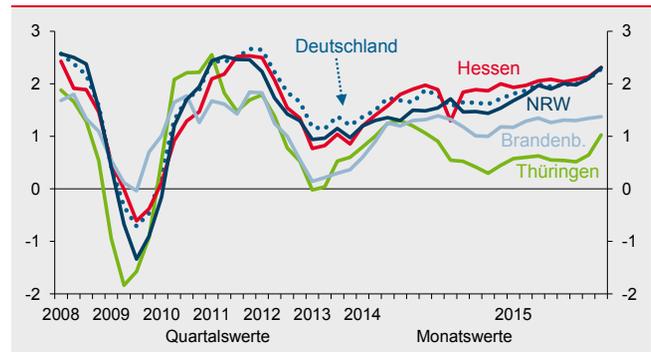


\* Januar bis September 2015 gg. Vorjahreszeitraum

Quellen: Statistische Landesämter, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Deutliche Beschäftigungszuwächse im Westen

Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte, % gg. Vj.



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Helaba Volkswirtschaft/Research



### Thüringen: Mehr Geschwindigkeit 2016

Die Industrie wird in Thüringen 2015 ein Wachstumjahr verbuchen. Die Umsätze sind in den ersten neun Monaten um 2,7 % höher als im Vorjahr und überholen damit den Bundeswert von 2,0 %. Im Ausland waren die Thüringer Industrieunternehmen besonders außerhalb der Eurozone erfolgreich und erzielten ein Plus von 11 % (Deutschland: 6 %). Aber auch die Umsatzkomponenten Inland und Eurozone reüssierten in Thüringen, während in Deutschland der Inlandsumsatz um 1 % sank. Nachdem sich 2014 alle großen Wirtschaftsbereiche verbesserten und das BIP-Wachstum dem bundesdeutschen entsprach, ist für 2015 ein unterdurchschnittlicher Wert zu erwarten, da in Thüringen in der Vergangenheit auf ein „starkes Dienstleistungsjahr“ häufig ein schwächeres folgte. Dies signalisiert auch das erste Halbjahr. 2016 sollte sich der Abstand wieder einengen. Die Insolvenzen entwickeln sich in Thüringen erfreulich. Sie sinken bei einem unterdurchschnittlichen Niveau (pro 1.000 Unternehmen gerechnet) weiter. Dies ist eine gute Basis für den Thüringer Arbeitsmarkt. So näherte sich 2015 (Durchschnitt Januar bis Oktober) die Arbeitslosenquote mit 7,5 % dem gesamtdeutschen Durchschnitt von 6,5 % an. Zudem liegt in Thüringen eine „reifere“ Altersstruktur vor und Personen, die aus dem Erwerbsleben ausscheiden, müssen ersetzt werden. Die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten steigt in Thüringen schwach, bei gleichzeitigem Rückgang der geringfügig entlohnten Beschäftigten.

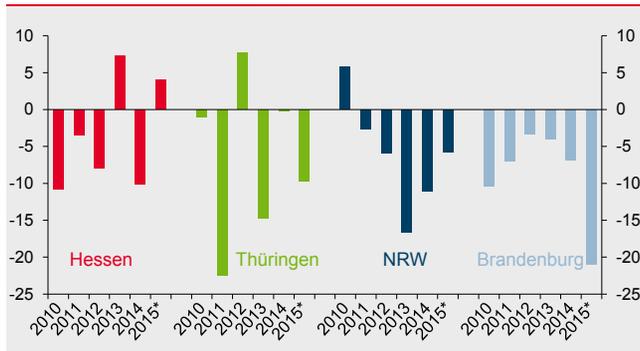


### Nordrhein-Westfalen: Regionale Industrieentwicklung zum Teil entgegengesetzt

Das Bundesland Nordrhein-Westfalen (NRW) kämpft seit längerem mit unterdurchschnittlichen Wachstumsraten. Strukturelle Anpassungsprozesse bremsen das Bundesland zumeist im Industriesektor. Dabei sanken 2015 (Januar bis September) nahezu in allen großen Industriebranchen die Umsätze, Ausnahmen waren die Elektrotechnik/Optik, Pharma und Metallerzeugnisse. Insgesamt ergab sich ein Umsatzminus von 2 %. Regional war die Dynamik aber sehr unterschiedlich. So verringerte sich im Ruhrgebiet der Industriumsatz mit 6 % noch stärker, doch die Nicht-Ruhrgebietsregionen der Regierungsbezirke Münster und Arnsberg sowie der Regierungsbezirk Detmold erreichten Zuwächse von 1,4 % bis 1,7 %. Der andauernde Strukturwandel bedingt ein erhöhtes Insolvenzniveau in NRW, wobei hier aber in den letzten Jahren Fortschritte erzielt wurden. Nicht zuletzt tragen dazu auch die expandierenden Dienstleister bei, wie sich an der Schaffung von Arbeitsplätzen in diesen Branchen zeigt. Durch sie erholte sich die nordrhein-westfälische Wirtschaft 2014 immerhin mit einem Plus von 1,3 %. Die konjunkturelle Belebung setzt sich 2015 fort, allerdings scheint NRW nicht an das Vorjahr anknüpfen zu können, wie das schwache Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr signalisiert. Insofern dürfte das BIP in NRW 2015 und 2016 nur um jeweils rund 1 % wachsen. Der Arbeitsmarkt in NRW spiegelt die gesplante Lage wider. Während im Produzierenden Gewerbe Beschäftigung abgebaut wird, steigt sie bei den Dienstleistungsunternehmen. Per saldo dominieren positive Effekte, sodass der Anstieg der Erwerbstätigenzahl meist nur geringfügig unter dem Bundeswert liegt. Die Arbeitslosenquote verbessert sich 2016 nicht, da die Qualifikationen der Arbeitssuchenden nur bedingt den neuen Aufgabenfeldern entsprechen und sich die Integration der Flüchtlinge über einen längeren Zeitraum hinzieht.

#### Insolvenzen unproblematisch

Unternehmensinsolvenzen, % gg. Vj.

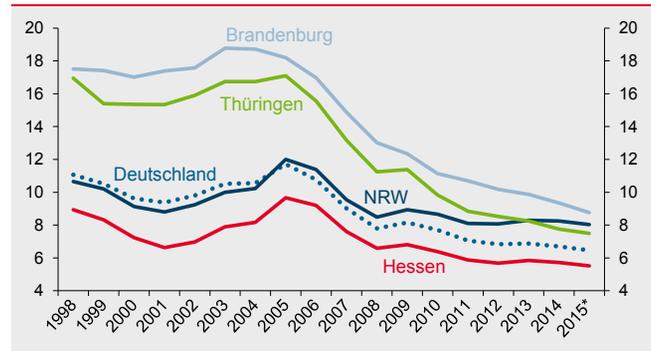


\* Januar bis August 2015 gg. Vorjahreszeitraum

Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Sinkende Arbeitslosenquoten

Arbeitslosenquote, % aller zivilen Erwerbspersonen



\* Durchschnitt Januar bis Oktober 2015

Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Helaba Volkswirtschaft/Research



### Brandenburg: Dienstleister und Einkommen der privaten Haushalte mit Berliner Schwung

Wie sehr Brandenburg von seiner Nähe zu Berlin profitieren kann, zeigen die Daten zu Einkommen und Sparen der privaten Haushalte. So erreichen inzwischen die Primäreinkommen pro Kopf fast den Berliner Durchschnitt und die Sparquote ist mit 7,8 % sogar schon etwas höher. Beide Kennzahlen übertreffen in Brandenburg auch das ostdeutsche Mittel und beruhen auf der engen Pendlerverbindung von Brandenburgern in die Bundeshauptstadt. Brandenburg weist zusammen mit Mecklenburg-Vorpommern im Gegensatz zu den anderen neuen Bundesländern einen unterdurchschnittlichen Anteil des Produzierenden Gewerbes auf. Die Entwicklung in der Industrie war 2015 (Januar bis September) rückläufig. So sanken die Umsätze aufgrund des schrumpfenden Inlandsabsatzes um 1,4 %. Im Ausland dagegen konnten die brandenburgischen Industrieunternehmen in und außerhalb der Eurozone kräftige Zuwächse von 9 % bzw. 4 % verbuchen. Für die Gesamtwirtschaft kamen die Impulse von den Dienstleistungsunternehmen, die von Berlin als Regierungssitz Deutschlands mittel- und unmittelbar Aufträge erhalten. Ob das Wachstum 2015 näher am Durchschnitt liegt als 2014 (0,9 %) ist fraglich. Wenn, wie derzeit noch geplant, der Flughafen Berlin-Brandenburg in der zweiten Jahreshälfte 2017 eröffnet wird, rücken die mittelfristigen Perspektiven für das Bundesland ein Stück näher mit entsprechend positiven Auswirkungen auf die Brandenburger Wirtschaftsentwicklung insgesamt und auf den Arbeitsmarkt. Die Insolvenzen pro 1.000 Unternehmen sind schon jetzt niedriger als der gesamtdeutsche Durchschnitt.



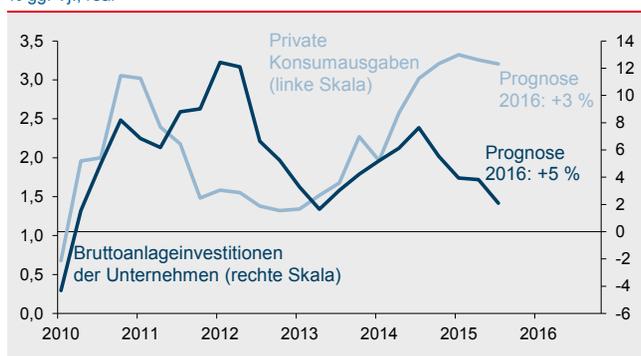
### 6.3 USA: Startschuss

Wie normal ist die Normalität?

2015 dürfte im Rückblick als das Jahr angesehen werden, in dem die US-Wirtschaft die offensichtlichsten Auswirkungen der letzten Rezession – sechs Jahre nach ihrem Ende Mitte 2009 – endlich überwunden hat. Die Voll- oder Normalbeschäftigung ist – gemessen an Arbeitslosenquote und Produktionslücke – wieder erreicht. Die zur Stimulierung der Konjunktur massiv ausgeweiteten Haushaltsdefizite sind wieder auf ein nachhaltiges Niveau zurückgeführt worden, wobei dieser Prozess nicht ohne Verwerfungen über die Bühne ging und die Schulden der öffentlichen Hand nach wie vor auf einem Nachkriegsrekordniveau liegen. Allerdings ist der Status Quo in manchen Dimensionen noch weit entfernt von der Normalität – dies unterstreicht nicht zuletzt die Tatsache, dass sich die US-Notenbank trotz soliden Wachstums deutlich mehr Zeit mit der Zinswende gelassen hat als wir vor einem Jahr erwartet hatten. Ein Leitzins von praktisch null kann aber auch in der Nachkrisenzeit nicht „normal“ sein.

#### Positiver Ausblick für Konsum und Investitionen

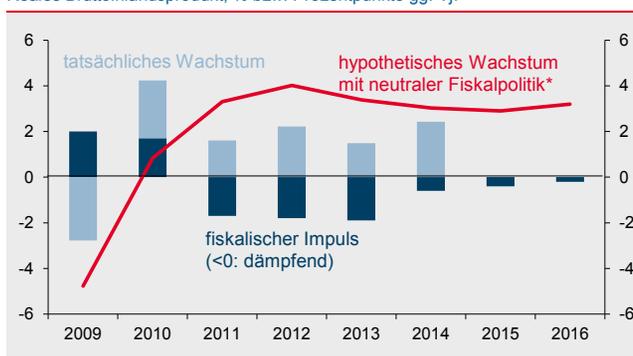
% gg. Vj., real



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Gegenwind von der Fiskalpolitik flaut ab

Reales Bruttoinlandsprodukt, % bzw. Prozentpunkte gg. Vj.



\* 2015/16: Auf Basis unserer Prognose für das tatsächliche Wachstum (2,5 % und 3 %)

Quellen: Macrobond, IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

Konjunkturell läuft insbesondere der Konsum rund. Verglichen mit einem durchschnittlichen inflationsbereinigten Zuwachs von rund 2 % p.a. seit dem Ende der Rezession von 2007 bis 2009 haben die Verbraucher in den letzten zwölf Monaten ihre Ausgaben um 3,2 % ausgeweitet. Neben dem robusten Beschäftigungsaufbau, dem langsam zunehmenden Lohndruck und den steigenden Vermögen macht sich hier vor allem der Rückgang der Energiepreise bemerkbar. Der stärkste Effekt des billigeren Öls auf die Wachstumsrate dürfte zwar bereits hinter uns liegen. Allerdings reagierten die Verbraucher nur zögerlich auf die Entlastung, wohl in der Sorge, dass der Benzinpreis schnell wieder anziehen könnte. Da wir davon ausgehen, dass sich der Ölpreis bestenfalls graduell erholt, dürfte die Dynamik bei den Konsumausgaben auch 2016 im Bereich um 3 % bleiben. Ferner wird der negative Effekt des Ölpreisverfalls auf die Bergbauinvestitionen nachlassen. Diese Nachfragekomponente ist vom Winter 2014/2015 bis zum Sommer real um fast ein Drittel gefallen und dämpfte die gesamte Investitionsnachfrage in diesem Zeitraum spürbar.

Störfaktor Politik

Ein wichtiger konjunktureller Störfaktor war in den vergangenen Jahren die Politik. Erstens führten die Konflikte zwischen Demokraten und Republikanern (Stichworte: Schuldenobergrenze, „government shutdown“, „fiscal cliff“, Gesundheitsreform) zu erheblicher Unsicherheit. Zweitens beklagen sich die Unternehmen in ungewöhnlichem Umfang über zu viel Regulierung und Bürokratie. Drittens dämpfte die öffentliche Hand – vor allem in den Jahren 2011 bis 2013 – massiv direkt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Zumindest zwei von diesen drei Faktoren werden 2016 an Bedeutung verlieren: Der Haushaltskompromiss vom Oktober 2015 hat die größten politischen Stolpersteine bis 2017 aus dem Weg geräumt. Vor den Kongress- und Präsidentschaftswahlen im November 2016 sind zudem neue Initiativen in der Wirtschaftspolitik unwahrscheinlich. Die aktuelle Planung sieht für 2016 und 2017 nur noch eine geringe weitere Straffung der Finanzpolitik vor. Verglichen mit den Vorjahren lässt der konjunkturelle Gegenwind von der Fiskalpolitik also nach.

Aus heutiger Sicht lassen sich konkret zwei offene Flanken für den Ausblick 2016 ausmachen: Die verhaltene Entwicklung in der Industrie (und speziell der Ausrüstungsinvestitionen) und die schlep-

pende Nachfrage nach amerikanischen Exporten aus dem Ausland. Beide hängen wohl zusammen. 2015 dürften die US-Ausfuhren real um weniger als 2 % steigen. Dies ist die schwächste Performance seit der Krise und erklärt zumindest teilweise die vergleichsweise gedämpfte Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe. Sie reflektiert wohl primär zwei Ursachen: Die schwache Nachfrage in den Schwellenländern und den starken Dollar.

Obwohl wir davon ausgehen, dass viele Schwellenländer den konjunkturellen Tiefpunkt durchschritten haben, dürfte die Belebung 2016 dort meist verhalten ausfallen. Dies gilt auch für die Rohstoffexporteure, bei denen sich keine Rückkehr zu den Boomzeiten der ersten Nachkrisenjahre abzeichnet. Der Dollar dürfte handelsgewichtet nur noch leicht aufwerten und bleibt zunächst sehr stark. Dies bringt wohl bis ins Jahr 2016 hinein einen Gegenwind für die Exporte, der nur langsam abflauen wird. Unter dem Strich sollte die US-Wirtschaft 2016 insgesamt um rund 3 % wachsen, verglichen mit einem Trend- oder „normalen“ Wachstum von etwa 2 %.

Auch das Preisklima wurde zuletzt von der Entwicklung an den Rohstoffmärkten dominiert. Nachdem der Anstieg der Verbraucherpreise 2015 praktisch zum Erliegen kam, wird er 2016 bedingt durch Basiseffekte wieder anziehen. Im Jahresschnitt sollte der Verbraucherpreisindex um 1,5 % zulegen. Die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel liegt schon seit Längerem bei knapp 2 %. Wenn der Ölpreisverfall Ende 2014/Anfang 2015 aus dem Vorjahresvergleich herausfällt, lässt der inflationsdämpfende Effekt der Energiekomponente erst nach und wird dann zu einem treibenden Faktor.

Niedrige Teuerung –  
moderate Fed

Die Fed wird voraussichtlich in unserem Basis-Szenario, das konjunkturell etwas positiver ist als die Medianerwartungen der Geldpolitiker, den Leitzins pro Quartal um 25 Basispunkte anheben. Damit wird der Leitzins per Ende 2016 im Bereich zwischen 1 % und 1,5 % liegen. Dieser sehr moderate Kurs liegt am unteren Rand dessen, was im von uns erwarteten realwirtschaftlichen Umfeld noch als „angemessene Geldpolitik“ bezeichnet werden kann. Mit ihrem langen Zögern und ihrem Fokus auf kurzfristige Entwicklungen riskiert die Fed eine Rückkehr zur „stop-and-go“-Politik. Die Arbeitslosigkeit wird 2016 voraussichtlich spürbar unterhalb der Vollbeschäftigungsmarke liegen – in einem normalen Zyklus wird dieser Zustand erst gegen Ende des Zinserhöhungsprozesses erreicht, nicht wenn der Realzins noch deutlich negativ ist. Lediglich der auch 2016 nur recht verhaltene Preisauftrieb – der von der Fed präferierte Indikator wird die Zielmarke von 2 % wohl erst 2017 erreichen – spricht dafür, dass die Fed Spielraum für einen so vorsichtigen Strafungskurs hat.

### Prognoseübersicht USA

|                                |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|--------------------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Bruttoinlandsprodukt, real     | % gg. Vj. | 2,4  | 2,5   | 3,0   | 2,5   |
| Private Konsumausgaben         | % gg. Vj. | 2,7  | 3,2   | 3,0   | 2,5   |
| Staatsausgaben                 | % gg. Vj. | -0,6 | 0,8   | 2,2   | 2,3   |
| Bruttoanlageinvestitionen      | % gg. Vj. | 6,2  | 3,2   | 5,0   | 4,9   |
| Ausrüstungsinvestitionen       | % gg. Vj. | 5,8  | 2,9   | 6,5   | 5,8   |
| Wohnungsbauinvestitionen       | % gg. Vj. | 1,8  | 8,3   | 6,9   | 5,8   |
| Exporte                        | % gg. Vj. | 3,4  | 1,7   | 4,5   | 4,4   |
| Importe                        | % gg. Vj. | 3,8  | 5,4   | 6,0   | 6,1   |
| Budgetsaldo (Federal)          | % des BIP | -3,8 | -2,5  | -2,1  | -1,7  |
| Leistungsbilanzsaldo           | % des BIP | -2,2 | -2,4  | -2,3  | -2,6  |
| Arbeitslosenquote              | %         | 6,2  | 5,2   | 4,4   | 4,0   |
| Inflationsrate                 | % gg. Vj. | 1,6  | 0,1   | 1,5   | 2,0   |
| ohne Energie u. Nahrungsmittel | % gg. Vj. | 1,7  | 1,8   | 2,0   | 1,8   |

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

s=Schätzung, p=Prognose



## 6.4 Eurozone: Ungleichgewichtige Normalität

Eurozone: Investitionen ohne Dynamik

Zwar ist die Eurozone – gemessen an den Wachstumsraten – bereits in der Normalität angekommen, doch bleiben Ungleichgewichte bestehen. Das Wachstum basiert im Wesentlichen auf dem Konsum. Extrem niedrige Inflationsraten begünstigen das Konsumklima. Die Beschäftigung steigt jetzt in mehr Staaten als zuvor. So ist mittlerweile Italien diesem Club beigetreten. Der Anstieg der öffentlichen Verbrauchsausgaben und die Tatsache, dass diese seit 2009 nie nennenswert zurückgegangen sind, zeigen, dass von einer restriktiven Fiskalpolitik zumindest für die gesamte EWU keine Rede sein kann. Erfreulich verlaufen auch die Exporte in die Länder außerhalb des Währungsverbundes. Der schwache Euro dürfte hier geholfen haben, die negativen Auswirkungen der Schwellenländerkrisen abzumildern. Positiv wirkt sich darüber hinaus die günstige Ausfuhrentwicklung in die USA und nach Großbritannien aus. Weniger erfreulich ist die Zurückhaltung der Unternehmen. Die Ausrüstungen expandieren nur mäßig und die europäische Bautätigkeit liegt immer noch am Boden. Die Immobilienkrisen in einigen Ländern und die Überkapazitäten bremsen weiterhin. 2016 sollte sich die Erholung in der Eurozone fortsetzen. Mittlerweile wachsen fast alle Mitgliedsländer. Der Konsumschub wird auch aufgrund der zunehmenden Einwanderung in die EWU vorerst anhalten und die Investitionen werden ihren zögerlichen Erholungsprozess fortsetzen.

### Prognoseübersicht Eurozone

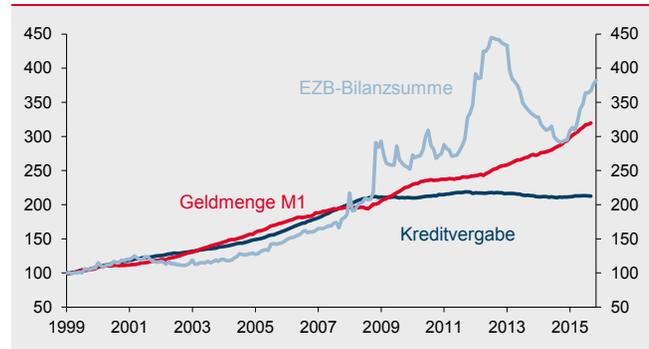
|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | 0,9  | 1,5   | 1,6   | 1,6   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | -2,6 | -2,1  | -1,9  | -1,7  |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 2,4  | 2,9   | 2,9   | 3,0   |
| Arbeitslosenquote    | %         | 11,6 | 11,0  | 10,6  | 10,3  |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | 0,4  | 0,1   | 0,9   | 1,4   |

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

s=Schätzung, p=Prognose

### Kreditvergabe bleibt Sorgenkind

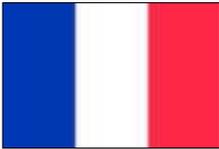
Eurozone, 1.1.1999 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

EZB erhöht die Liquiditätsdosis

2016 dürfte die Europäische Zentralbank den Krisenmodus nicht verlassen. Zwar wird die Durchschnittsteuerung im Euroraum auf rund 1 % ansteigen und damit das Deflationsgespenst weitgehend verscheuchen. Die Währungsunion befindet sich aber strukturell und in zunehmenden Maße auch politisch in einer schwierigen Lage. Nach der Verschiebung der Machtverhältnisse in Portugal droht im Fall eines Linksrutsches bei den spanischen Parlamentswahlen eine neue Auseinandersetzung um das „deutsche Spardiktat“. Aber auch ohne dieses Szenario dürfte das Hauptaugenmerk der EZB darauf gerichtet sein, den Euroraum als Ganzes zusammenzuhalten. Mit dem Anleihekaufprogramm scheint sie ein wirkungsvolles Instrument zu besitzen, die Risikoaufschläge im Zaum zu halten, dies hat zumindest die Krise um Griechenland gezeigt. Mit der abgesicherten Refinanzierung der hochverschuldeten Staaten hebt die Notenbank allerdings die Überwachungsfunktion der Märkte aus, was wiederum die Wahrscheinlichkeit für eine langsame Abkehr von der Konsolidierungspolitik erhöht. Bei anderen Themen wie der Belebung der Investitionsausgaben sowie einer spürbaren Anhebung der Inflationserwartungen hat sich das Ankaufprogramm bislang als nicht sehr effektiv erwiesen. Die massive Geldmengenausweitung in Kombination mit Nullzinsen trug wohl maßgeblich zur Konsumstimulierung bei. Insgesamt wird die EZB den Gesamtumfang des QE-Programms vermutlich spürbar ausweiten. Dabei ist sowohl mit einer monatlichen Aufstockung von derzeit 60 Mrd. Euro auf etwa 70 Mrd. Euro, als auch mit einer zeitlichen Ausdehnung zu rechnen. Zur Untermauerung ihrer Handlungsfähigkeit dürfte sie auch den bereits negativen Einlagenzins nochmals leicht absenken.



### 6.5 Frankreich: Weniger Staat bedeutet mehr Dynamik

Keine Aufbruchsstimmung

Das Wirtschaftswachstum in Frankreich ist immer noch schwach. Während sich die Eurozone erholt und 2015 einen Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts von 1,5 % erreicht haben dürfte, liegt die Rate bei unserem westlichen Nachbarn bei enttäuschenden 1,2 %, und das nach zwei Jahren mit noch niedrigeren Zuwächsen. Eine Erholung ist im Gange, das Tempo lässt allerdings zu wünschen übrig. Die Frühindikatoren zeichnen ein etwas optimistischeres Bild. Das vom nationalen statistischen Institut INSEE veröffentlichte Geschäftsklima hat sich verbessert. Jedoch ist die Arbeitslosenquote bis zuletzt noch angestiegen und von der Beschäftigung gehen kaum Impulse aus. Weiterhin steckt das Land in einer Vertrauenskrise, die die Aktivitäten behindert. Auch 2016 wird Frankreich mit 1,3 % im Vergleich zur gesamten Eurozone nur unterdurchschnittlich expandieren.

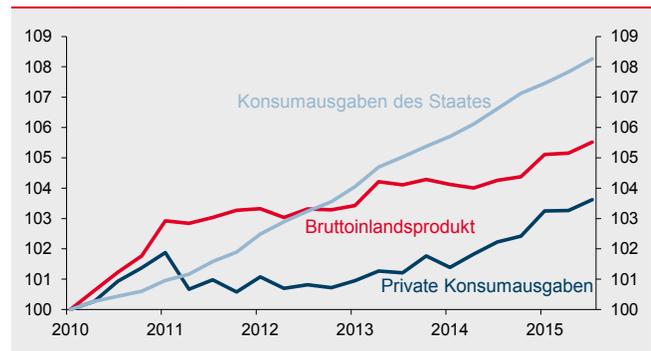
#### Prognoseübersicht Frankreich

|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | 0,2  | 1,2   | 1,3   | 1,5   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | -3,9 | -3,8  | -3,5  | -3,2  |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | -0,9 | 0,0   | 0,2   | 0,3   |
| Arbeitslosenquote    | %         | 10,3 | 10,6  | 10,4  | 9,8   |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | 0,6  | 0,1   | 0,9   | 1,5   |

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

#### Staatskonsum wächst überdurchschnittlich

Index: Q1 2010 = 100, real



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Konsolidierungspolitik fortsetzen

Der für Frankreich wichtige Konsum profitiert von den zurzeit stabilen Preisen aufgrund der deutlich gesunkenen Energienotierungen. Obwohl die Durchschnittslöhne 2015 nur um knapp 1,5 % erhöht werden, bleibt damit real mehr in den Taschen der Verbraucher. Die Bevölkerung wächst dank einer hohen Geburtenrate. 2015 dürften die Konsumausgaben um rund 1,5 % angestiegen sein. Die Verbraucher werden auch 2016 maßgeblich zum Wirtschaftswachstum beitragen. Die öffentlichen Konsumausgaben haben in den vergangenen Jahren überproportional zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum zugelegt. Die Gesamtausgaben des französischen Staates liegen mittlerweile mit 57,5 % des Bruttoinlandsprodukts mehr als 13 Prozentpunkte höher als in Deutschland. Insofern ist es nicht überraschend, dass die Maastricht-Defizitgrenze von 3 % seit 2009 überschritten wird. Selbst 2017 dürfte dieses Ziel nicht erreicht werden. Die Wirtschaftspolitik sollte sich – trotz der jetzt höheren Ausgaben für die innere Sicherheit – dazu durchringen, die hohe Staatsquote durch verstärkte Konsolidierungsschritte mittelfristig zu reduzieren, um Raum für Steuersenkungen zu schaffen.

Die Ausrüstungen expandieren bislang nur moderat. Durch Steuergutschriften und die Senkung der Sozialversicherungsbeiträge soll die Ertragslage bzw. die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen erhöht werden. Erste positive Effekte sind bereits feststellbar. Die Finanzierungsbedingungen für französische Firmen sind günstig. Noch bremsen allerdings Unsicherheiten bezüglich der weltwirtschaftlichen Entwicklung. Zudem sinkt weiterhin die Bautätigkeit, die sich nur allmählich erholen dürfte. Der Außenhandel steuert trotz des schwachen Euro zurzeit nichts zum Wachstum bei. Nur wenn Frankreich seinen eingeschlagenen Reformkurs fortsetzt, dürfte die Dynamik mittelfristig wieder höher ausfallen. Ein Ansatz hierfür wäre die Absenkung des im internationalen Vergleich zu hohen Mindestlohns. Zudem ist das Absicherungsniveau von dauerhaften Arbeitsverhältnissen sehr hoch, sodass diese immer weniger genutzt werden. Bei den verbreiteten zeitlich begrenzten Jobs ist die Fortbildung jedoch weniger attraktiv. Zudem führt die 35-Stundenwoche zu hohen Kosten, da Mehrarbeit darüber hinaus zu Überstundenzuschlägen führt. Diese Schwelle sollte flexibilisiert werden.



## 6.6 Italien: Endlich auf dem Wachstumspfad

Niedrige Inflationsrate  
hilft Konsum

Italien hinkt in der konjunkturellen Entwicklung den anderen Euro-Staaten hinterher. Nachdem das Land seit 2008 in zwei schweren Rezessionen rund ein Zehntel seiner Wirtschaftsleistung eingebüßt hatte, begann ein moderater Wachstumsprozess erst 2015. Das Geschäftsklima hat sich in den vergangenen Quartalen deutlich verbessert. Der Konsum trägt zum Wachstum bei. Wie in vielen anderen europäischen Ländern hat die niedrige Inflationsrate hierzu beigetragen. Die für Energie eingesparten Mittel konnten die Verbraucher für andere Zwecke verwenden. Positiv wirkt sich zudem der 2014 in Gang gekommene Beschäftigungszuwachs aus. Immerhin lag die Zahl der Erwerbstätigen im September 2015 um 185 Tausend über dem Niveau von Dezember 2014. Die Löhne sind 2015 zwar nur um schätzungsweise gut 1 % gestiegen. Bei der niedrigen Inflationsrate von 0,2 % blieb trotzdem ein bescheidener Reallohnzuwachs, der zusammen mit dem beginnenden Beschäftigungsanstieg zu einer Konsumsteigerung von etwa 0,7 % führte. 2016 wird der Entlastungseffekt durch niedrige Ölpreise geringer ausfallen, sodass die Inflationsrate auf 0,8 % ansteigt. Die verfügbaren Einkommen werden dann Impulse durch die steigende Beschäftigung und Steuersenkungen erhalten. Hausbesitzer sollen von der Grundsteuer für die erste selbst bewohnte Immobilie befreit werden. Bei leicht stärker steigenden Löhnen, verbesserten Einkommen der Selbstständigen und einer kaum veränderten Sparquote dürfte der Konsum 2016 um knapp 1 % zulegen.

### Prognoseübersicht Italien

|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | -0,4 | 0,7   | 1,2   | 1,5   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | -3,0 | -2,8  | -2,4  | -2,0  |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 2,0  | 2,2   | 2,4   | 2,5   |
| Arbeitslosenquote    | %         | 12,7 | 12,2  | 12,0  | 11,5  |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | 0,2  | 0,2   | 0,8   | 1,4   |

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

s=Schätzung, p=Prognose

### Italienische Beschäftigung steigt deutlich



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Produktivitätssteigerung  
vordringliche Aufgabe

Auch die Investitionen sollten an Kraft gewinnen. Bei den Ausrüstungen ist seit Mitte 2014 ein zögerlicher Aufwärtstrend unter Schwankungen festzustellen. Die Kapazitätsauslastung der Industrie hat zuletzt den langjährigen Durchschnitt überschritten und die Auftragseingänge nehmen zu. Damit werden Erweiterungsinvestitionen dringlicher. Zudem verbessert sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit. Die Lohnstückkosten steigen seit 2012 langsamer als in Frankreich oder gar in Deutschland. Für das Hauptproblem Italiens – die schwache Produktivitätsentwicklung – ist allerdings noch keine Lösung gefunden worden. Insofern ist es fraglich, ob diese ersten Erfolge nachhaltig sind. Der Außenhandel sollte zudem von der konjunkturellen Besserung in der Eurozone profitieren können. Italien exportiert über 40 % seiner Güter in den Währungsverbund, mehr als beispielsweise Deutschland mit 37 %. Die dynamisch wachsenden USA nehmen 7,5 % des Exports ab. Der schwache Euro ist dabei hilfreich. Nach einem BIP-Wachstum von 0,7 % in diesem Jahr dürfte 2016 das Plus 1,2 % betragen.

Die Regierung Renzi ist die erste seit Jahrzehnten, die das Land ernsthaft reformiert. Die in Kraft getretene Arbeitsmarktreform erleichtert Kündigungen. Die Beschäftigung steigt bereits bei leichtem Wachstum. Das neue Wahlrecht lässt politisch stabilere Mehrheiten erwarten und der Umbau der ineffizienten öffentlichen Verwaltung ist verabschiedet. Verstärkte Anstrengungen in der Bildungs- und Forschungspolitik sollten folgen.



## 6.7 Spanien: Weiterhin sehr dynamisch

Politische Unsicherheiten könnten belasten

Mit einem Wirtschaftswachstum von über 3 % dürfte Spanien 2015 neben Irland zu den am stärksten wachsenden Volkswirtschaften der Europäischen Währungsunion gehören. Die Wirtschaftsleistung sollte 2016 mit 2,5 % im Vergleich zur EWU erneut überdurchschnittlich ausfallen. Sowohl der Konsum als auch die Investitionen tragen hierzu bei. Politische Unsicherheiten wie der Abspaltungswunsch der Katalanen sowie die Parlamentswahlen am 20. Dezember 2015 sorgen aber für Unsicherheit bezüglich der wirtschaftspolitischen Entwicklung. Sollte es nach der Wahl zu einem Zurückdrehen der Reformen kommen, sind Reaktionen der Finanzmärkte und Wachstumseinbußen nicht auszuschließen. Wichtig wäre es für das Land, den Reformprozess trotz der jüngsten Erfolge fortzusetzen. So basiert die industrielle Leistung weiterhin auf einer eingeschränkten Zahl von Wirtschaftsbranchen, deren Unternehmen häufig ausländische Niederlassungen sind. Aktivitäten in Forschung und Entwicklung sind dementsprechend unterentwickelt. Defizite weisen weiterhin das Bildungssystem und damit das Ausbildungsniveau der Arbeitskräfte auf.

Die Konsumausgaben dürften 2015 um mehr als 3 % zugenommen haben und auch 2016 nur wenig an Dynamik verlieren. Zwar steigen die Löhne verhalten. Jedoch sind die Verbraucherpreise 2015 um etwa 0,6 % gesunken. Hinzu kommt die positive Entwicklung am Arbeitsmarkt. So ist die Beschäftigung seit dem Tiefpunkt zu Beginn im Jahr 2013 um mehr als 930 Tausend Personen angestiegen. Die Arbeitslosigkeit ist noch auf hohem Niveau, geht aber deutlich zurück. Nach Jahren des Rückgangs sind die Konsumausgaben des Staates bereits 2015 wieder deutlicher gewachsen. Dies wird sich 2016 fortsetzen. So enthält das neue Budget höhere Ausgaben für die Bildung und die Gesundheitsvorsorge. Beamte erhalten erstmals seit 2009 einen moderaten Gehaltsaufschlag.

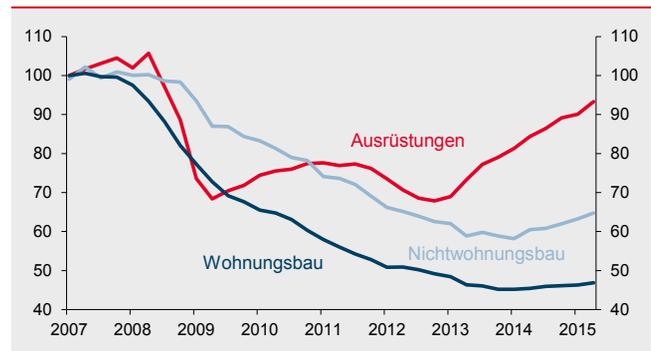
### Prognoseübersicht Spanien

|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | 1,4  | 3,1   | 2,5   | 2,0   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | -5,9 | -4,5  | -3,5  | -2,7  |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 1,0  | 1,6   | 1,9   | 2,1   |
| Arbeitslosenquote    | %         | 24,5 | 22,0  | 20,0  | 19,0  |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | -0,2 | -0,6  | 0,7   | 1,3   |

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

### Sehr dynamische Investitionen in Ausrüstungen

Reale Investitionen, Q1 2007 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ausrüstungen: Vorkrisenniveau in Sicht

Im Gegensatz zu allen anderen Flächenländern der Währungsunion nehmen die Ausrüstungsinvestitionen in Spanien lebhaft zu. Das Vorkrisenniveau dürfte 2016 erreicht werden. Ursache hierfür ist die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit. Während die Lohnstückkosten in den vergleichbaren Flächenländern zum Teil deutlich gestiegen sind, konnte Spanien vor allem aufgrund einer starken Produktivitätserhöhung seine Kostenposition wesentlich verbessern. Hinzu kam die zurückhaltende Lohnpolitik der vergangenen Jahre. Von ausländischen Investoren ist das iberische Land wiederentdeckt worden. Der jüngste Anstieg der Industrieaufträge signalisiert eine Fortsetzung der positiven Industriekonjunktur mit steigender Auslastung, was Erweiterungsinvestitionen begünstigt. Auch ist die langjährige Baukrise Spaniens ausgelaufen, wenngleich die Dynamik in der Branche gering ausfällt. In vielen Bereichen dürften die Überkapazitäten noch nicht vollständig abgebaut sein. Die auch durch den schwächeren Euro bedingte höhere Wettbewerbsfähigkeit zeigt sich zudem in deutlich steigenden Ausfuhren. Allerdings hat die dynamische Binnennachfrage zuletzt gleichfalls die Importe stimuliert. Auch 2016 ist deswegen nicht mit einem positiven Wachstumsbeitrag des Außenhandels zu rechnen.



## 6.8 Niederlande: Nachhaltiger Aufschwung

Fortgesetzte  
Konjunkturerholung

Die gesamtwirtschaftliche Erholung in den Niederlanden verbreitert sich zusehends. Die Ausfuhren bleiben schwungvoll. Dafür sorgt maßgeblich die weiterhin signifikante Nachfrage aus der Eurozone, wobei das anhaltende Wachstumstempo in Deutschland als Haupthandelspartner eine besondere Rolle spielt. Allerdings gibt es einen energiebedingten Sondereffekt im Norden der Niederlande. Durch Erdgasbohrungen verursachte Erdbeben führten im Frühjahr 2015 zu einer Drosselung der Gesamtfördermenge. Dies hat die Exporte und damit das Bruttoinlandsprodukt der sehr offenen Volkswirtschaft unmittelbar beeinträchtigt, die der größte Gasproduzent der EU ist und durch seine Vorkommen den Großteil des eigenen Energiebedarfs abdecken kann. Die Sicherheit der Erdgasregion ist umstritten und die Förderung vorerst weiter limitiert. Indes setzt sich die niederländische Konjunkturerholung dank der regen außen- und binnenwirtschaftlichen Nachfrage fort. Wie im Vorjahr ist für 2016 ein BIP-Zuwachs von knapp 2 % zu erwarten.

### Prognoseübersicht Niederlande

|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | 1,0  | 1,9   | 1,8   | 2,0   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | -2,3 | -2,0  | -1,5  | -1,2  |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 10,2 | 9,5   | 9,3   | 9,5   |
| Arbeitslosenquote    | %         | 7,4  | 6,9   | 6,6   | 6,3   |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | 0,3  | 0,3   | 1,2   | 1,5   |

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

### Konsum gewinnt an Schwung



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Binnennachfrage wieder  
als Wachstumstreiber

Erstmals seit 2008 ist die Inlandsnachfrage nun wieder Haupttriebkraft des niederländischen Wachstums. Die Investitionen bleiben ebenfalls am Ball. Einerseits gibt es mittlerweile eine rege Bautätigkeit, getrieben von der fortgesetzten Erholung am heimischen Wohnimmobilienmarkt. Gemessen an der Transaktionsanzahl ist eine Rückkehr auf Vorkrisenniveau zu beobachten. Andererseits ziehen die Unternehmensinvestitionen auf Basis der deutlichen In- und Auslandsnachfrage weiter an, was die gestiegene Kapazitätsauslastung widerspiegelt. In diesem Umfeld hat sich die Konsumentenstimmung substantiell verbessert. Verschiedene Einflussfaktoren tragen dazu bei, dass der private Verbrauch in 2015 den ersten positiven BIP-Wachstumsbeitrag seit mehreren Jahren liefert und zunehmend an Schwung gewinnt.

Da viele niederländische Haushalte Wohneigentum besitzen und sich teilweise hoch dafür verschuldet haben, reagieren sie sensibel auf Veränderungen dieses Marktes. Auch besteht vermehrt Bedarf an langlebigen Haushaltsgegenständen wie Möbeln zur Ausstattung neuer Eigenheime. So sollte der gegenwärtige Aufschwung die private Sparneigung wieder abnehmen lassen. Ebenso spricht die Arbeitsmarktentwicklung für vermehrte Konsumausgaben. Die Beschäftigung nimmt beständig zu, einhergehend sinkt die Arbeitslosenquote, wenngleich es bis zur Erreichung des langfristigen Durchschnittsniveaus von 5 % noch dauert. So können die Haushalte über höhere Einkommen verfügen. Allerdings sind ihre realen Lohnzuwächse perspektivisch begrenzt, da die Inflation von niedrigem Niveau zu steigen begonnen hat und im Jahresdurchschnitt 2016 gut 1 % erreichen dürfte. Unterstützung für die Konsumenten hat zudem der Staat in Form kaufkraftstärkender Reformen in Aussicht gestellt. Im Fahrtwind des sich verbreiternden Aufschwungs und dank vorheriger Konsolidierungsmaßnahmen verbessern sich die öffentlichen Finanzen, sodass das Budgetdefizit unterhalb des Maastrichter Referenzwertes weiter sinken dürfte.



## 6.9 Österreich: Potenzial nicht abgerufen

Steueränderungen sollen Konsum beleben

Die österreichische Wirtschaft kann 2016 nach vier Jahren mit äußerst mageren Wachstumsraten voraussichtlich endlich wieder einen realen Zuwachs von über 1 % gegenüber dem Vorjahr verzeichnen. 2015 war die Konjunkturdynamik noch beeinträchtigt durch die Konsumschwäche der privaten Haushalte – der private Verbrauch stagniert seit mehr als zwei Jahren. Auch der Staatsverbrauch hat sich kaum dynamischer entwickelt. Die Investitionen haben erst in der zweiten Jahreshälfte etwas an Fahrt aufgenommen. So wird das BIP-Wachstum 2015 vermutlich um real 0,7 % höher liegen als 2014. Ab 2016 sollte sich die Steuerreform im Portemonnaie der privaten Haushalte bemerkbar machen. Durch Tarifierpassungen bei der Lohn- und Einkommensteuer sollen die verfügbaren realen Nettohaushaltseinkommen um 1 % ansteigen. Insgesamt kann dann bei moderatem Wachstum der Investitionen, leicht anziehendem Konsum und mäßiger Unterstützung vom Außenhandel mit 1,4 % Wachstum gerechnet werden. So lange aber der Konsum nicht deutlicher an Schwung gewinnt, sind höhere Wachstumsraten außer Reichweite.

Ein Problem bleibt 2016 der Arbeitsmarkt: Das Arbeitskräfteangebot ist vor allem durch Zuwanderung stetig gewachsen, kann aber nicht ausreichend in den Markt integriert werden. Daher nehmen sowohl die Beschäftigung als auch die Arbeitslosigkeit zu, letztere liegt mit Raten um 9 % auf dem höchsten Stand seit den 50er Jahren. Die Beschäftigungsquoten Älterer kommen zwar voran, sind aber immer noch relativ niedrig und bleiben hinter dem Euroland-Durchschnitt zurück. Ohne diese strukturellen Hemmnisse könnte Österreich sein Potenzial im privaten Verbrauch weit besser ausschöpfen. Die Inflation ist ölpreisbedingt gesunken, dürfte 2016 mit 1,5 % aber deutlich über dem Euroland-Durchschnitt von 0,9 % bleiben.

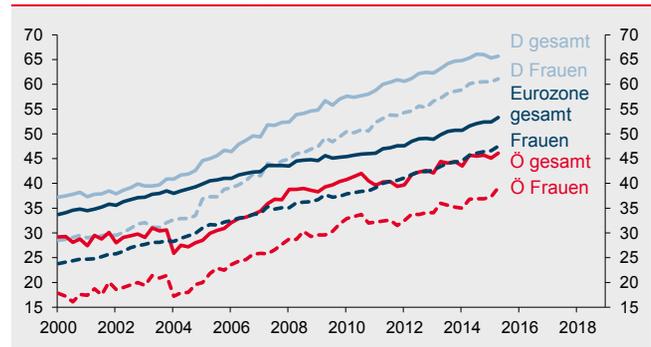
### Prognoseübersicht Österreich

|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | 0,4  | 0,7   | 1,4   | 1,5   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | -2,7 | -2,0  | -1,7  | -1,7  |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 0,7  | 1,7   | 1,0   | 0,7   |
| Arbeitslosenquote    | %         | 8,4  | 8,9   | 9,2   | 9,0   |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | 1,7  | 0,9   | 1,5   | 1,5   |

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

### Erwerbsquoten Älterer weiterhin ausbaufähig

Erwerbsquote der 55-64-Jährigen, %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gegenfinanzierung reduziert Konjunkturimpuls

Die Steuerreform soll ab 2016 die privaten Haushalte entlasten, die öffentlichen Haushalte aber möglichst wenig belasten. Daher sollen u.a. die Bekämpfung von Steuer- und Sozialbetrug sowie Einsparungen bei Fördermaßnahmen und in der Verwaltung einen Beitrag zur Gegenfinanzierung leisten. Da gleichzeitig verschiedene Steuern angehoben werden, beträgt die Steuerentlastung 2016 netto nur 1,5 Mrd. Euro, also rund ein halbes Prozent des BIP. Es bleibt daher abzuwarten, ob der Impuls tatsächlich das konjunkturelle Schwungrad in Gang bringt. Da aufgrund des anziehenden Wachstums zudem mit höheren Einnahmen zu rechnen ist, bleibt das öffentliche Defizit 2016 mit knapp 2 % des BIP im Rahmen der Maastricht-Kriterien. Anders die Staatsverschuldung, die deutlich über 80 % gestiegen ist, damit allerdings im EU-Durchschnitt liegt.

Die Zuwanderung wirkt 2016 tendenziell positiv auf das Wirtschaftswachstum, wird jedoch auch am Arbeitsmarkt und im Staatshaushalt Spuren hinterlassen. Bereits deutlich spürbar sind die politischen Auswirkungen: Bei einer Regionalwahl im September 2015 hat die rechtsgerichtete FPÖ, die sich des Themas intensiv angenommen hatte, kräftig zugelegt. Es besteht das Risiko, dass die etablierten Parteien der großen Koalition in der verbleibenden Wahlperiode (regulär bis 2018) mit Machterhalt statt Reformen beschäftigt sind und damit Gestaltungspotenzial verschenken.



Weiter hartes Ringen um notwendige Reformen

### 6.10 Griechenland: Von Meilenstein zu Meilenstein

Die innenpolitische Klärung nach dem Wahlsieg der Regierungskoalition aus linksgerichteter Syriza und rechtspopulistischer Anel bei den Parlamentswahlen Ende September 2015 ist zwar eine notwendige, aber nicht hinreichende Bedingung für die wirtschaftliche Stabilisierung Griechenlands. Die Hilfskredite des im Sommer 2015 mit der EU-Kommission vereinbarten dritten Reformprogramms über 86 Mrd. Euro werden nach regelmäßigen Konsultationen der Gläubiger (europäischer Rettungsfonds ESM, EU-Kommission, EZB) ausgezahlt. Schon bei der ersten Überprüfung des Programms seit Oktober 2015 zeichnet sich das gewohnte Bild des harten Ringens zwischen griechischer Regierung und der EU ab. Im Fokus stehen notwendige Anpassungen bei den Renten und sozialen Sicherungssystemen, eine breiter angelegte Besteuerung (auch der Landwirtschaft), Einsparungen im vergleichsweise großen Verteidigungshaushalt, Privatisierungen von Staatsbetrieben sowie Reformen auf dem Arbeitsmarkt. Die Regierung wird daher auch 2016 von einem Meilenstein der Zielerreichung zum nächsten wandern müssen, damit sie die Hilfstranchen des Rettungspaketes erhält. Letztlich wird die neue alte Regierung aber nicht nach ihrer politischen Couleur oder dem Willen zu Reformen, sondern nach den erreichten wirtschaftlichen Veränderungen bewertet werden.

Die EZB-Bankenaufsicht hat Ende Oktober 2015 für die Banken einen Kapitalbedarf von 4,4 Mrd. Euro im Basis- und von 14,4 Mrd. Euro im ungünstigen Szenario ermittelt. Wegen der hohen notleidenden Kredite von rund 40 % im Bankenportfolio dürfte hierfür voraussichtlich zu wenig privates Kapital zur Verfügung stehen, sodass der griechische Bankenrettungsfonds – finanziert durch den Euro-Krisenfonds ESM – einspringen muss. Die Regierung wird somit über den Bankenrettungsfonds geschäftspolitischen Einfluss bei den Banken erhalten. Zum augenblicklichen Zeitpunkt scheint es hierfür jedoch keine Alternative zu geben. Ohne ein funktionierendes Bankensystem wird die Wirtschaft im Laufe von 2016 nicht wieder auf einen Wachstumspfad gelangen.

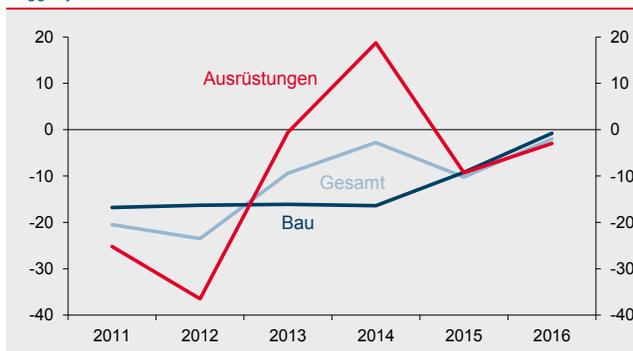
#### Prognoseübersicht Griechenland

|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | 0,7  | -0,5  | 0,5   | 2,5   |
| Budgetsaldo*         | % des BIP | -3,6 | -4,6  | -3,6  | -2,5  |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | -2,3 | -0,1  | -0,1  | -1,0  |
| Arbeitslosenquote    | %         | 26,5 | 25,7  | 25,0  | 24,4  |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | -1,4 | -1,0  | 1,0   | 1,0   |

\* 2015 vor Bankenrekapitalisierung s=Schätzung, p=Prognose  
Quellen: EU-Kommission, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Investitionen belasten Wirtschaftswachstum

% gg. Vj.



Quellen: EU-Kommission, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ohne Tourismus wäre alles viel schlimmer

Angesichts der Turbulenzen im Bankensystem und der Einführung von Kapitalverkehrskontrollen ist die griechische Wirtschaft im zweiten Halbjahr 2015 wahrscheinlich wieder geschrumpft, nachdem sie im ersten Halbjahr überraschenderweise um 0,7 % gegenüber Vorjahr gewachsen war. Aus Furcht vor einem möglichen „Grexit“ kauften die Bürger vermehrt langlebige Gebrauchsgüter wie Autos. Der folgende Rückgang der Inlandsnachfrage im Herbst dürfte für 2015 eine BIP-Abnahme von rd. 0,5 % und wegen des negativen Überhangs 2016 nur eine leichte Zunahme von 0,5 % ergeben. Wachstumstreiber ist voraussichtlich wieder der Tourismus, der 2015 ein glänzendes Jahr hinter sich hat und für einen positiven Außenbeitrag sorgt. Dagegen sind konsolidierungsbedingt die Staatsausgaben weiter im Rückwärtsgang. Einschließlich der anzurechnenden Bankenrekapitalisierung wird die Staatsverschuldung auf voraussichtlich rund 200 % des BIP steigen. Niedrige Zinsen und viele tilgungsfreie Jahre werden den Schuldendienst der Regierung jedoch entlasten.



## 6.11 Portugal: Günstige Bedingungen nutzen

Stabilisierungserfolge  
nicht aufs Spiel setzen

Portugal hat bewiesen, dass es nach Ablauf des dreijährigen Rettungspaketes der Troika aus EU, EZB und IWF im Sommer 2014 auch ohne externe Auflagen am Konsolidierungskurs festhalten kann. Der Reform- und Spareifer ist jedoch nach den erzielten Erfolgen schwächer geworden. Nach den Parlamentswahlen im Oktober 2015 haben die bisherigen Oppositionsparteien, die generell höhere Löhne und Sozialleistungen sowie Steuererleichterungen fordern, eine Mehrheit. Es ist zu hoffen, dass die noch zu bildende Regierung die gewonnenen fiskalischen Spielräume nicht vollständig preisgibt. Gerade jetzt profitiert die Wirtschaft von vier exogenen Faktoren – gesunkenen Ölpreis, niedrige Zinsen, schwächerer Eurokurs sowie Konjunkturaufschwung in Spanien – die für weitere strukturelle Anpassungen ausgenutzt werden könnten. Die Effizienz im öffentlichen Sektor sowie die nicht ausreichend flexiblen Arbeitsmärkte gehören dazu. Immerhin ist die Arbeitslosenquote seit ihrem Höhepunkt 2013 mit 16,4 % bis zum Herbst 2015 auf 12,2 % gefallen.

In Portugal ist wie in anderen südeuropäischen Ländern die Industrieproduktion seit 2008 deutlich zurückgegangen. Hier scheint sich aufgrund besserer Rahmenbedingungen eine Trendwende einzustellen. Die Produktion steigt wieder, wobei die Industrie strukturell von kleineren Betrieben geprägt ist, die sich teilweise auf Nischenprodukte spezialisiert haben. Die Körperschaftsteuersätze wurden von 25 % auf 21 % herabgesetzt. Hilfreich war auch, dass die bisherige Regierung mit 9 Mrd. Euro an Verkaufserlösen ihr Privatisierungsziel deutlich übertraf.

### Prognoseübersicht Portugal

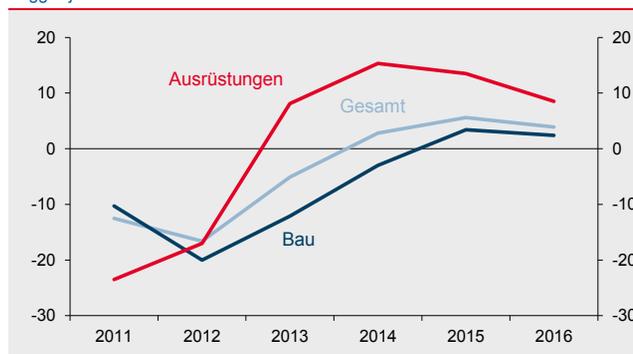
|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | 0,9  | 1,5   | 1,7   | 1,8   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | -7,2 | -3,2  | -3,2  | -3,0  |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 0,5  | 0,6   | 0,6   | 0,3   |
| Arbeitslosenquote    | %         | 14,1 | 12,6  | 11,7  | 10,8  |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | -0,2 | 0,5   | 1,1   | 1,3   |

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EU-Kommission, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Investitionen stützen Wirtschaftswachstum

% gg. Vj.



Quellen: EU-Kommission, Helaba Volkswirtschaft/Research

Wenig fiskalische  
Spielräume

Wegen der erforderlichen Budgetkonsolidierung sowie der hohen Verschuldung von privaten Haushalten und Unternehmen, die sich auf 235 % des BIP beläuft, wird sich das Wirtschaftswachstum 2015 wahrscheinlich nur leicht auf 1,5 % beschleunigen und auch 2016 unter 2 % bleiben. Damit wird es 2016 real noch unter dem Vorkrisenniveau von 2008 liegen. Erfreulich verlaufen sollten 2016 weiterhin die Investitionen und insbesondere die Ausrüstungsinvestitionen. Trotz der lebhafteren Inlandsnachfrage und der steigenden Importe dürfte die Leistungsbilanz weiter einen Überschuss erzielen – für Portugal mit markanten Leistungsbilanzdefiziten bis 2012 eine wesentliche wirtschaftliche Stabilisierung. Hierfür muss der Staat die fiskalische Konsolidierung jedoch fortsetzen. Das 2014 durch die Kapitalspritze für die Novo Banco auf über 7 % des BIP erhöhte Budgetdefizit wird 2016 voraussichtlich immer noch über der 3 %-Schwelle liegen. Bei der Staatsverschuldung rangiert das Land zudem mit knapp 130 % des BIP an dritter Stelle im Euroraum. Aufgrund der strukturellen Nachteile sind höhere Steuereinnahmen schwer zu realisieren. Sollte es zu Rückschlägen in der wirtschaftlichen und fiskalischen Stabilisierung kommen, kann das südeuropäische Land eine mit Auflagen verbundene vorsorgliche Kreditlinie des europäischen Krisenfonds ESM in Anspruch nehmen. Das wird jedoch jede Regierung unabhängig ihrer politischen Ausrichtung vermeiden wollen. Dafür sind aber weiterhin niedrige Anleihe-Renditen (Mitte November zehnjährige Staatsanleihen: 2,7 %) und das Vertrauen der Investoren erforderlich.



## 6.12 Irland: Rückkehr zur alten Stärke – und zu alten Schwächen?

Konjunktur brummt

Vor einem Jahr haben wir an dieser Stelle gefragt „Trendwende oder Scheinblüte?“. Die Antwort ist inzwischen klar. Die irische Wirtschaft wird 2015 voraussichtlich erneut um mehr als 5 % wachsen, nach 5,2 % im Vorjahr. Der „keltische Tiger“ ist offenbar zurück. Zwar liegt die Arbeitslosenquote mit zuletzt 8,9 % noch immer fast doppelt so hoch wie 2007, aber die Beschäftigung steigt mit rund 3 % gegenüber Vorjahr. Der Konsum hat 2015 wahrscheinlich real 3 % zugelegt. Es ist also nicht nur ein Export- und Investitionsboom, der den irischen Aufschwung trägt. 2016 sollte der Zuwachs beim realen Bruttoinlandsprodukt insgesamt mit rund 4 % erneut kräftig ausfallen.

Im Frühjahr 2016 feiern die Iren den hundertsten Jahrestag des Osteraufstands von 1916, der zwar scheiterte, aber als wichtiger Schritt zur Unabhängigkeit von Großbritannien gesehen wird. Bis Ende April muss zudem ein neues Parlament gewählt werden. Die sozialistische und reformkritische „Sinn Féin“-Partei (ehemals der politische Flügel der IRA) hatte Ende 2014/Anfang 2015 in Umfragen zum Teil den Status der stärksten Partei erreicht, was Sorgen über den wirtschaftspolitischen Kurs der nächsten Regierung aufkommen ließ. Inzwischen hat sich dieses Bild relativiert, die beiden bürgerlichen Parteien liegen nun wieder vorne. Die „Fine Gael“ des amtierenden Ministerpräsidenten Enda Kenny führt in den Umfragen. Eine Regierungsbildung wird aber wohl trotzdem schwierig, weil für eine Mehrheit im Unterhaus „Dáil“ eine Zusammenarbeit entweder mit Sinn Féin oder mit einer großen Zahl kleinerer Parteien erforderlich wäre.

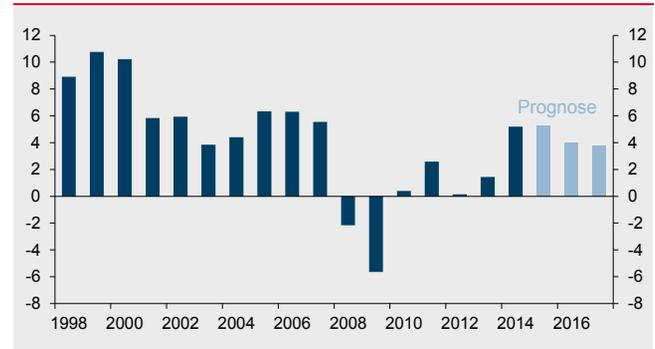
### Prognoseübersicht Irland

|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | 5,2  | 5,3   | 4,0   | 3,8   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | -3,9 | -2,1  | -1,2  | -0,2  |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 3,6  | 7,0   | 6,0   | 6,0   |
| Arbeitslosenquote    | %         | 11,3 | 9,5   | 8,6   | 7,7   |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | 0,3  | 0,1   | 1,3   | 1,5   |

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

### 2015/2016 wohl das höchste Wachstum in der EU

Reales Bruttoinlandsprodukt, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Es wird weiter konsolidiert

In der Haushaltspolitik hat die Regierung zuletzt die gute Konjunktur genutzt, um von dem vorher eingeschlagenen Sparkurs abzuweichen, aber nur in geringem Umfang. Trotz einer Erhöhung der Ausgaben gegenüber den Planwerten um je 1,5 Mrd. Euro 2015 und 2016 haben sich die Einnahmen so positiv entwickelt, dass das öffentliche Defizit 2016 wohl bei nur noch 1,2 % am BIP liegen wird, verglichen mit einer Prognose von 1,7 % vom Frühjahr 2015. Von einer Rückkehr zu den prozyklischen Budgets der Vorkrisenzeit, als die Regierung das hohe Wachstum noch durch Ausgabenerhöhungen und Steuerentlastungen anfachte, ist Irland noch weit entfernt. Die aktuelle Planung sieht bis 2021 eine Konsolidierung des strukturellen Saldos um einen Prozentpunkt p.a. vor.

Trotz der positiven Lage bleiben Probleme. Die Verschuldung des Staates wie der privaten Haushalte ist nach wie vor sehr hoch. Viele Hypothekenschuldner sind im Zahlungsverzug und der Bestand fragwürdiger Kredite belastet immer noch die Banken. Das hohe Wachstum wirkt hier zwar überall positiv, allerdings wird es zu einem guten Teil von den Aktivitäten großer internationaler Unternehmen getragen. Die offiziellen Zahlen spiegeln die kräftige Belebung der irischen Konjunktur wider, überzeichnen aber wohl die Entwicklung des Lebensstandards vieler Iren. Schließlich gibt der Immobilienmarkt einen gewissen Anlass zur Sorge. Sehr niedrige Zinsen und ein schleppend reagierendes Angebot haben dazu geführt, dass die Preise von Wohnimmobilien seit 2013 landesweit wieder um 30 % gestiegen sind. Zuletzt hat sich der Preisanstieg im Großraum Dublin etwas verlangsamt (6,5 % gegenüber Vorjahr), dafür hat er aber im Rest des Landes auf über 11 % angezogen.



### 6.13 Großbritannien: Vor politischen Entscheidungen

Während James Bond in den Kinos an die einstige Bedeutung Großbritanniens erinnert, wird heutzutage im Königreich eher kleiner gedacht. Das spätestens Ende 2017 anstehende Referendum über die EU-Mitgliedschaft des Landes wirft bereits erste Schatten voraus. Wenigstens verspricht die britische Wirtschaft leichten Glanz. Das Wachstum verliert zwar allmählich an Dynamik, übertrumpft 2015 voraussichtlich mit 2,4 % aber locker die Eurozone. Auch 2016 bleibt die britische Konjunktur solide.

Solides Wachstum 2016

Wachstumsträger ist in erster Linie der private Konsum. Eine höhere Beschäftigung sowie steigende Löhne führen zu markanten Einkommenszuwächsen, die die gut gelaunten Verbraucher auch ausgeben. Eine mittlerweile spürbar gesunkene Sparquote der privaten Haushalte begrenzt jedoch den Konsumanstieg auf die Erhöhung der Realeinkommen. Die Hauspreise werden wohl weiter klettern, der Wohnungsbau sollte sich verbessern. Die Unternehmensinvestitionen besitzen zwar Potenzial, werden aber vermutlich kaum stärker als der Konsum zunehmen. Trotz günstiger Finanzierungsbedingungen und einiger finanzieller Spielräume scheuen die Unternehmen deutlich höhere Ausgaben. Die Debatte um den möglichen EU-Austritt wird die Investitionsbereitschaft kaum fördern. Von der Sparpolitik der Regierung sollten 2016 eher dämpfende Effekte ausgehen. Wenig Wachstumsimpulse liefert wohl der Außenhandel. Einer höheren Nachfrage aus den USA und z.T. auch aus der Eurozone stehen neben dem teuren Pfund Sterling die erhöhten britischen Importe gegenüber. Im Gesamtjahr 2016 dürfte das Bruttoinlandsprodukt um 2,2 % zulegen.

#### Prognoseübersicht Großbritannien

|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | 2,9  | 2,4   | 2,2   | 1,8   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | -5,7 | -4,3  | -3,5  | -3,0  |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | -5,1 | -4,5  | -4,0  | -3,5  |
| Arbeitslosenquote    | %         | 6,2  | 5,4   | 5,2   | 5,1   |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | 1,5  | 0,1   | 1,3   | 2,2   |

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

#### Robuster Arbeitsmarkt führt endlich zur Zinswende

%, invertiert % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die 2015 quasi nicht mehr vorhandene Teuerung wird sich im Folgejahr wieder normalisieren. Nicht nur fällt der Rutsch bei den Energiepreisen aus dem Vorjahresvergleich, sondern auch die wegen der sinkenden Arbeitslosigkeit allmählich steigenden Lohnkosten werden im Jahresverlauf einen Anstieg der Inflation in Richtung 2 % – der Zielmarke der Bank of England – zur Folge haben. Daher dürfte die britische Notenbank der Federal Reserve folgen und Mitte 2016 die Zinswende vollziehen. Der Zinserhöhungszyklus wird aber voraussichtlich sehr behutsam erfolgen.

Referendum über „Brexit“ schon 2016?

Langfristig größere Auswirkungen als die aktuelle Entwicklung beim Wirtschaftswachstum oder der Geldpolitik könnte der Volksentscheid über die britische EU-Mitgliedschaft haben. Ein Termin steht noch nicht fest, Premierminister Cameron hat lediglich die Abstimmung bis Ende 2017 versprochen. Sie könnte durchaus schon im zweiten Halbjahr 2016 stattfinden. Die britische Regierung möchte mit der EU bzw. deren Mitgliedstaaten Reformen aushandeln, die als Grundlage für den Entscheid dienen. Ein „Brexit“ birgt erhebliche wirtschaftliche Unsicherheiten für Großbritannien, da insbesondere die Handelsbeziehungen zur EU zunächst ungeklärt blieben. Für die EU wäre ein „Nein“ ebenfalls ein sehr negatives Signal. Grundsätzlich strebt die britische Regierung jedoch eine fortgesetzte EU-Mitgliedschaft an, dies gilt wohl auch für breite Teile der britischen Wirtschaft. Auf Basis von Umfragen sowie Buchmachern ist ein „Ja“ zur EU das deutlich wahrscheinlichere Szenario. Es verbleibt aber ein Restrisiko, ob für die Briten frei nach James Bond wirklich gilt: „Sag niemals Nein“.



Starke Währung als Herausforderung

### 6.14 Schweiz: Der Fluch der Attraktivität

Seit der Finanzkrise oder spätestens seit der europäischen Staatsschuldenkrise leidet die Schweiz unter ihrer vermeintlichen oder tatsächlichen relativen Stabilität. 2015 erreichte dieser „Fluch des sicheren Hafens“ einen neuen Höhepunkt. Das Jahr begann mit einem Paukenschlag. Als sich abzeichnete, dass die Europäische Zentralbank auf eine quantitative Lockerung zusteuert, hob die Schweizer Notenbank am 15. Januar überraschend ihren Mindestkurs für den Franken gegenüber dem Euro auf. Zwar senkte die Notenbank gleichzeitig die Leitzinsen um einen halben Prozentpunkt, der Franken erstarkte jedoch als Resultat spürbar. Zeitweise fiel er zum Euro weit unter die Parität – ein Rekord und ein schwerer Schlag für die vom Außenhandel abhängige Schweizer Wirtschaft.

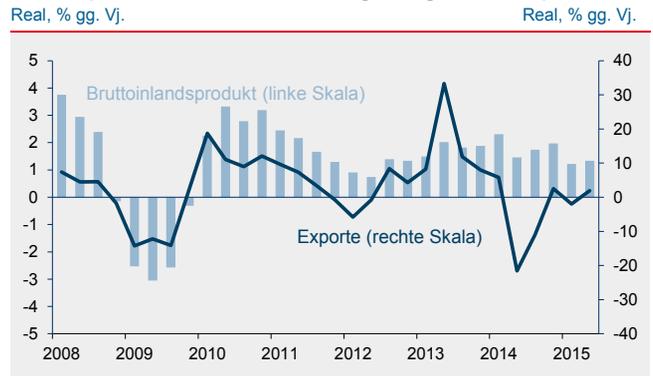
Unter dem unmittelbaren Eindruck dieses Schocks passten dann die Prognostiker ihre Wachstumserwartungen für 2015 massiv nach unten an, zum Teil in den negativen Bereich. Wir waren in dieser Hinsicht eher zurückhaltend und die weitere Entwicklung im Jahresverlauf hat uns bestätigt. Zwar schrumpfte die Schweizer Wirtschaft im ersten Quartal. Schon im Frühjahr kehrte sie aber wieder auf den Wachstumspfad zurück. Im Jahresdurchschnitt wird 2015 wohl ein Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts von knapp 1 % erreicht. Dies ist deutlich schwächer als in den beiden Vorjahren, aber angesichts des Wechselkursschocks und des weitverbreiteten Pessimismus gar nicht schlecht. Eine Erholung der sehr wichtigen Exporte sollte helfen, dass 2016 wieder ein Wachstum von 1,2 % erreicht wird. Zwar macht der starke Franken die Schweiz nicht nur als Reiseziel für Touristen, sondern auch als Industriestandort tendenziell weniger attraktiv. Für den befürchteten „Investitionsstreik“ der Schweizer Unternehmen gibt es bisher jedoch keine Anzeichen. Dem Rückgang der realen Ausrüstungsinvestitionen zu Jahresbeginn folgte im zweiten Quartal ein spürbares Plus. Die andauernde Erholung in den benachbarten Ländern der Eurozone wird die Nachfrage nach Schweizer Exporten ins Jahr 2016 hinein stützen.

#### Prognoseübersicht Schweiz

|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | 1,9  | 0,8   | 1,2   | 1,6   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | -0,1 | -0,1  | 0,2   | 0,2   |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 7,3  | 10,0  | 10,0  | 9,0   |
| Arbeitslosenquote    | %         | 3,2  | 3,3   | 3,2   | 3,0   |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | -0,1 | -1,1  | -0,1  | 0,6   |

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research s=Schatzung, p=Prognose

#### Die Exporte haben sich 2015 ganz gut behauptet



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Fallende Preise

Der starke Franken hat nicht nur die Realwirtschaft belastet, er brachte zudem in der sehr offenen Schweizer Wirtschaft einen spürbaren Abwärtsdruck auf die Teuerungsrate mit sich. Die Importe wurden billiger und drücken das inländische Preisniveau. Im Jahresdurchschnitt 2015 sind die Verbraucherpreise wohl um über 1 % niedriger gewesen als 2014. Der Rückgang dürfte 2016 zwar kleiner ausfallen, die Inflation bewegt sich aber nur sehr langsam in Richtung auf das mittelfristige Ziel der Schweizer Nationalbank von 2 %. Vor diesem Hintergrund sind weitere Zinssenkungen in der Schweiz nicht auszuschließen, obwohl der Zielkorridor für den 3-Monats-LIBOR bereits bei -0,25 % bis -1,25 % liegt. Nominal gesehen ist dies derzeit Weltrekord, kein anderes Land hat einen niedrigeren Geldmarktzins. Vor allem wenn die Europäische Zentralbank noch einmal „nachlegt“, dürften sich die Schweizer veranlasst sehen, weitere Maßnahmen zu ergreifen, um ein unerwünschtes Aufwerten des Frankens zu verhindern. Neben Zinssenkungen sind zudem weitere Interventionen am Devisenmarkt möglich.



## 6.15 Schweden: Lauftempo bleibt zügig

Komfortables Wachstum

2015 fährt Schwedens Wirtschaft ein höheres Ergebnis als im vergangenen Jahr ein. Mit voraussichtlich fast 3 % Wachstum gegenüber dem Vorjahr hat das reale Bruttoinlandsprodukt nochmals zugelegt. Auch in 2016 und 2017 dürften mit 2,7 % bzw. 2,6 % komfortable Raten erreicht werden, der Höhepunkt der Dynamik ist dann aber wohl überschritten. Der private Konsum leistet weiterhin einen wichtigen Beitrag, denn die Beschäftigung steigt kontinuierlich, und auch die niedrige Inflation, die erst wieder 2017 das Zentralbankziel von 2 % erreichen dürfte, macht sich beim verfügbaren Einkommen der Haushalte bemerkbar. Die Verhandlungsposition der Arbeitnehmer ist in der Lohnrunde 2016 bei deutlich gesunkener Arbeitslosenquote günstig, sodass von spürbaren Reallohnzuwächsen ausgegangen werden kann. Eine Korrektur bei den kräftig steigenden Hauspreisen ist bei dieser Konstellation nicht abzusehen. Die höhere Zahl an Migranten lässt den Staatsverbrauch expandieren. Einen größeren Einfluss werden in den nächsten Jahren aber Ausgaben im Zusammenhang mit der alternden Bevölkerung haben. Die Unternehmensinvestitionen wachsen, wenn auch mit gebremstem Schwung.

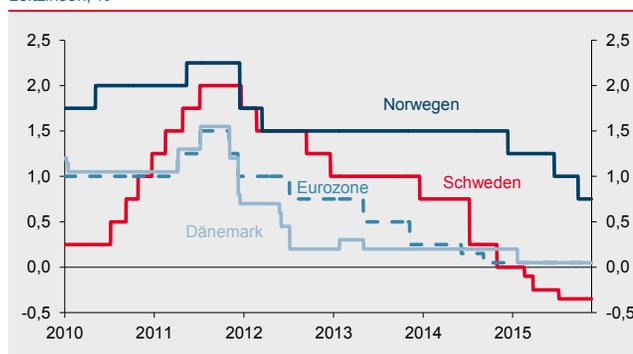
### Prognoseübersicht Schweden

|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | 2,3  | 2,8   | 2,7   | 2,6   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | -1,7 | -1,5  | -1,3  | -1,0  |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 7,8  | 8,0   | 7,3   | 6,5   |
| Arbeitslosenquote    | %         | 7,9  | 7,6   | 7,5   | 7,3   |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | -0,2 | 0,0   | 1,0   | 1,8   |

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

### Zyklus der Zinspolitik?

Leitzinsen, %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Riksbank fährt weiter Lockerungskurs

Zur aktuellen Wachstumsdynamik scheint der beherzte Lockerungskurs der Zentralbank nicht recht zu passen: Seit Februar 2015 ist der Leitzins negativ. Insgesamt hat die Riksbank seit 2011 den Leitzins um 235 Basispunkte kontinuierlich auf -0,35 % gesenkt. Außerdem hat sie, ähnlich wie die EZB, ein Ankaufprogramm für Staatsanleihen aufgelegt, das sich bis Mitte 2016 auf umgerechnet 21 Mrd. Euro summiert. Bei weiteren Lockerungen der EZB könnte die schwedische Geldpolitik nochmals unter Druck geraten. Die Zinswende kommuniziert die Riksbank für Anfang 2017. Über die Geldpolitik beeinflusst sie auch die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer. Wenn die Verhandlungspartner für die anstehende Lohnrunde von schwachen Inflationsraten ausgehen, könnte das die Verhandlungsergebnisse drücken. Der dann niedrigere Lohnzuwachs könnte auch den Konsumoptimismus dämpfen. Ein Risikofaktor bleiben die weiter steigenden Immobilienpreise und die Ermutigung, die ohnehin hohe private Verschuldung auszudehnen. Ab Mai 2016 soll ein Gesetz zur Stabilität am Immobilienmarkt beitragen: Es schreibt die Verpflichtung zur Rückzahlung von Hauskrediten fest und nicht nur, wie bisher üblich, die Zahlung anfallender Zinsen.

Die Fiskalpolitik wird für die Mitte-Links-Minderheitsregierung nach dem Scheitern des sogenannten Dezember-Abkommens von 2014, als sich die Parteien darauf verständigt hatten, dass ein Budgetentwurf nicht an der Opposition scheitern soll, 2016 schwierig bleiben. Denn wie auch das Erstarken der rechtsnationalen Schwedendemokraten erhöht dies die politischen Risiken. Insgesamt geht das Budgetdefizit, das 2014 mit 1,7 % den höchsten Stand seit der Krise in den 90er Jahren erreicht hat, langsam zurück. Eine Herausforderung für die geplanten Haushaltsüberschüsse ist die hohe Zahl an Migranten, die es zu integrieren gilt. Schweden rechnet mit bis zu 190.000 Zuwanderern bis Ende 2015, das auf die Bevölkerungszahl umgerechnete Äquivalent in Deutschland wären rund 1,5 Mio. Menschen. Das Ziel, die Schwedendemokraten nicht zu stark werden zu lassen, dürfte die Regierung und die anderen Oppositionsparteien auch 2016 beschäftigen.



## 6.16 Norwegen: Verschnaufpause

Niedriger Ölpreis bremst

Mit den anhaltend niedrigen Ölpreisen hat in Norwegen einer der wichtigsten Antriebsfaktoren für das BIP-Wachstum an Schubkraft verloren. Seit Mitte 2014 ist der Ölpreis um mehr als die Hälfte abgesackt. Hauptsächlich davon betroffen waren zunächst Investitionen im Ölsektor, die an den Gesamtinvestitionen einen Anteil von knapp einem Drittel haben und bei fraglicher Rentabilität z.T. aufgeschoben werden. Die Abschwächung zeigt sich mittlerweile aber auch im Nicht-Öl-Sektor. 2015 wird sich das Wirtschaftswachstum gegenüber dem Vorjahr auf rund 1 % halbieren, und auch für 2016 ist nur mit wenig mehr Schwung zu rechnen. Erst im Folgejahr kann bei leicht anziehendem Ölpreis wieder mit einem Zuwachs von knapp 2 % gerechnet werden. Auch am Arbeitsmarkt muss sich die Regierung mit ungewohnten Problemen befassen: Zwar ist die Quote mit voraussichtlich 4,4 % im Jahresdurchschnitt 2015 international niedrig. Der Anstieg binnen Jahresfrist um rund einen Prozentpunkt ist allerdings spürbar. Dementsprechend hat sich die Stimmung der Verbraucher auf den tiefsten Stand seit etwa sechs Jahren abgekühlt.

### Prognoseübersicht Norwegen

|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | 2,2  | 1,1   | 1,3   | 1,8   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | 9,1  | 7,0   | 6,0   | 7,0   |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 8,5  | 6,5   | 8,0   | 9,0   |
| Arbeitslosenquote    | %         | 3,5  | 4,4   | 4,6   | 4,6   |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | 2,0  | 2,1   | 2,3   | 2,2   |

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

### Niedriger Ölpreis bremst Investitionen

Geschätzte Investitionen im Ölsektor, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

\*Prognosen

Die Nationalbank betreibt Konjunkturstimulierung per Zinspolitik: Nach einer langen Stillhaltephase hat sie den Leitzins seit Ende 2014 mehrfach gesenkt, sodass nun mit einem Niveau von 0,75 % der bisherige Tiefpunkt erreicht ist. Die Notenbank stellt bei Bedarf weitere Lockerungen in Aussicht, um die Kreditvergabe für die Banken attraktiver zu machen und v.a. Investitionen zu begünstigen. Eine Zinswende erwarten wir erst im Verlauf von 2017. Die Schwächung der Krone ist dabei äußerst willkommen, da sie die internationale Wettbewerbsfähigkeit verbessert. Gelingt dann die Verbreiterung der wirtschaftlichen Basis, könnte die notwendige Umorientierung weg von der einseitigen Ölabhängigkeit zur Erfolgsstory werden. Bei ihrer Zinspolitik muss die Notenbank den fortgesetzten kräftigen Aufwärtstrend der Hauspreise im Auge behalten. Die Balance zwischen der Konjunkturstimulierung und dem Vermeiden einer Preisblase bei Immobilien dürfte 2016 eine Herausforderung für die Norges Bank bleiben. Unterstützung kommt von strengeren Vorgaben für neue Hauskredite.

Haushaltsüberschüsse verringern sich

Dass Ölpreisverfall und Konjunkturschwäche sich auf den Staatshaushalt auswirken, versteht sich. 2015 wird mit voraussichtlich rund 7 % des BIP ein für norwegische Verhältnisse niedriger Haushaltsüberschuss verbucht. Auch 2016 werden die zweistelligen Werte früherer Jahre nicht erreicht. Die Staatsverschuldung allerdings wird 2016 mit rund 30 % des BIP weit unter dem EU-Durchschnitt von fast 90 % liegen. Mit dem komfortabel ausgestatteten Staatsfonds ruht Norwegens Wirtschaft auf einem dicken Finanzpolster, das die Staatsverschuldung um ein Vielfaches überschreitet. Durch die Anlage von Öleinnahmen akkumuliert sich hier ein Vermögen von über 7 Bio. Kronen (rund 750 Mrd. Euro), mehr als das Doppelte der gesamten Wirtschaftsleistung eines Jahres. Jährlich stehen dem Staat 4 % davon für seine Aufgaben zur Verfügung, die allerdings regelmäßig nicht ausgeschöpft werden. Für 2016 ist eine Entnahme von knapp 3 % geplant. Dies soll z.B. über Steuerentlastungen der Konjunkturstimulierung dienen, ist aber auch in höher erwarteten Flüchtlingszahlen begründet. So manches EU-Land dürfte hier sehnsüchtig auf die guten Bedingungen für fiskalpolitische Gestaltungsmöglichkeiten blicken.

## 6.17 Polen: Neue Strategien nach Trainerwechsel?

Polen weiterhin  
an der Spitze

Polen bleibt beim Wachstum der EU-Länder in der Spitzengruppe. Im Jahresdurchschnitt 2015 wird voraussichtlich ein reales Wachstum von 3,4 % gegenüber dem Vorjahr erreicht, 2016 dürfte es kaum schwächer ausfallen. Wachstumsträger bleiben die Komponenten der Inlandsnachfrage, insbesondere der private Verbrauch. Dieser profitiert vom starken Arbeitsmarkt und hohen Real-löhnen: Die Arbeitslosenquote sinkt im Durchschnitt 2015 auf den niedrigsten Wert seit der Finanzkrise und wird noch weiter zurückgehen. Auch höhere öffentliche Ausgaben und fortgesetzt gute Bedingungen für Unternehmensinvestitionen werden sich im BIP-Wachstum 2016 bemerkbar machen. Die dynamische Inlands- und damit auch Importnachfrage sowie der hohe Importanteil der Exporte neutralisieren hingegen die Wachstumsimpulse vom Außenhandel. Die Inflation ist im Jahresdurchschnitt 2015 aufgrund von niedrigen Energiepreisen und Sondereinflüssen durch das russische Embargo auf Lebensmittel negativ, bereinigt um diese beiden Komponenten aber mit 0,3 % leicht positiv. 2016 wird die Teuerung u.a. aufgrund des Basiseffekts in positives Terrain zurückkehren und im Durchschnitt 1,5 % erreichen.

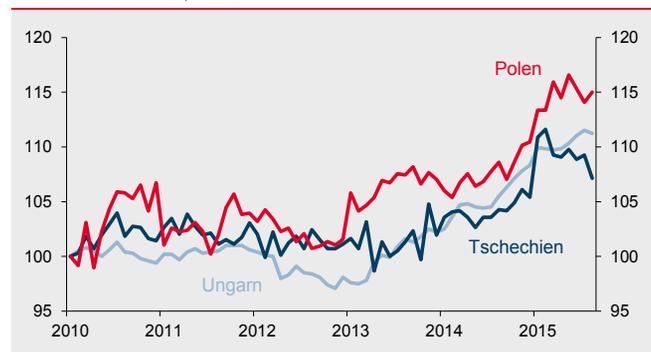
### Prognoseübersicht Polen

|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | 3,3  | 3,4   | 3,2   | 3,2   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | -3,3 | -3,0  | -2,8  | -2,8  |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | -1,3 | 0,0   | -2,7  | -3,0  |
| Arbeitslosenquote    | %         | 12,3 | 10,5  | 9,6   | 9,0   |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | 0,0  | -0,9  | 1,5   | 1,8   |

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

### Polen in Kauflaune

Einzelhandelsumsätze, Jan. 2010 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Parlamentswahlen im Oktober 2015 hat die national eingestellte Partei PiS nicht nur wie erwartet für sich entschieden, sie hat sogar die absolute Mehrheit gewonnen. Die Wahlversprechen – unter anderem die Senkung des erst kürzlich erhöhten Renteneintrittsalters, Steuererleichterungen und höhere Sozialausgaben – sind kostspielig, ihre vollständige Einlösung ist daher noch unklar. Im Hinblick auf die Maastricht-Defizit-Grenze von 3 % des BIP wird die neue Regierung Vorsicht walten lassen. Das Verfahren wegen eines übermäßigen Defizits wurde erst im Juni 2015 eingestellt. Hilfreich für die Einnahmeseite sind die für 2016 geplanten Verkäufe von Internetfrequenzen. Die Regierung wird aber gegenüber der EU deutliche Signale der Eigenständigkeit senden, etwa im Hinblick auf die Flüchtlings- oder Klimapolitik. Je mehr Einfluss Parteichef Kaczynski nimmt, desto größer ist vermutlich das Potenzial für Verstimmungen. Allerdings erhöht sich dann auch das Risiko, dass die zwischen 2014 und 2020 geplanten Zuflüsse aus EU-Strukturfonds in Höhe von fast 78 Mrd. Euro gekürzt werden. In der jährlichen Konjunkturumfrage der Auslandshandelskammern führt Polen seit 2013 in Mittel- und Osteuropa als attraktivster Investitionsstandort. Auf den Erhalt dieser positiven Einschätzung und auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit bleibt das Land angewiesen. Dies kann auch die neue Regierung nicht ignorieren.

Politischer Druck auf  
Notenbank steigt

Von der Zentralbank (NBP) kommt über den niedrigen Leitzins weiterhin Unterstützung für die Konjunktur: Die NBP unternahm im März 2015 einen Lockerungsschritt auf den bislang niedrigsten Stand von 1,5 % und hält den Zins seither stabil. Bei Konsumentenpreisen weit unterhalb des Inflationsziels von 2,5 % wird das Zinstief weiter andauern. Das in den letzten Sitzungen andiskutierte Thema von Zinserhöhungen, die im Bedarfsfall wieder Spielraum für Lockerungen schaffen könnten, dürfte mit der neuen Regierung vom Tisch sein. Ab Anfang 2016 endet die Amtszeit der meisten Mitglieder des Zentralbankrats. Dann ist davon auszugehen, dass die regierende PiS bei der Nominierung von Nachfolgern ihren Einfluss zugunsten einer fortgesetzt lockeren Geldpolitik geltend macht. Von der Einführung des Euro ist Polen weiter weg denn je.



## 6.18 Ungarn: Treue Fans im eigenen Land

Konsumenten gut gelaunt

Seit dem Einbruch von 2012 hat sich in Ungarn die Wirtschaftsdynamik deutlich belebt, der BIP-Zuwachs 2016 und 2017 wird bei real je 2,5 % liegen. Dies spiegelt sich auch in einem Rückgang der Arbeitslosenquote wider, die 2012 noch zweistellig war. Niedrige Inflationsraten und steigende Einkommen sowie Entlastungen durch die Umwandlung von Fremdwährungskrediten in Forint tun ein Übriges, um die Stimmung der Verbraucher und den Konsum zu beleben. Die Senkung der Einkommensteuer und Steuererleichterungen für Familien ab 2016 sollten die gute Laune noch eine Weile aufrechterhalten. Der private Verbrauch wird daher auf der Basis höherer verfügbarer Einkommen robust bleiben.

Vom Außenhandel kommen ebenfalls Impulse für die Konjunktur: Die Leistungsbilanz, lange Zeit ein wunder Punkt der ungarischen Wirtschaft, weist einen beständigen Überschuss aus, befeuert durch die Schwäche des Forint und die daraus resultierenden Vorteile im internationalen Wettbewerb. Die Investitionen hingegen verlieren an Schwung. Sie werden aber neue Impulse erhalten, wenn die Projekte im Rahmen der EU-Haushaltsperiode 2014-2020 angelaufen sind, für die in Ungarn strukturpolitische Fördermittel in Höhe von rund 22 Mrd. Euro zur Verfügung stehen. Die stark gestiegenen Migrantenzahlen werden im ungarischen Bruttoinlandsprodukt nur wenige Spuren hinterlassen, so lange die Regierung sich auf Abwehr und Durchleitung der Flüchtlinge konzentriert. Dagegen könnten sich die Probleme des VW-Konzerns, der in Ungarn ein Werk mit über 11.000 Mitarbeitern hat, mittelfristig bremsend auswirken, wenn die Krise weitere Kreise zieht.

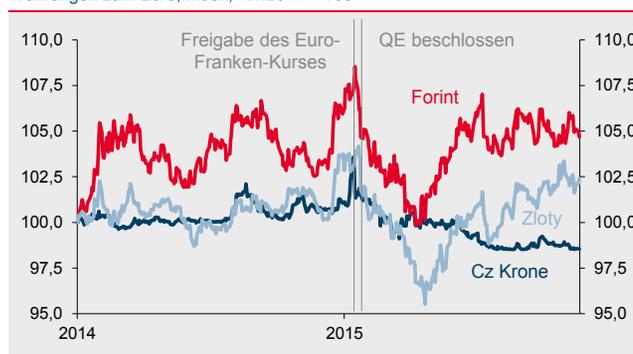
### Prognoseübersicht Ungarn

|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | 3,7  | 2,7   | 2,5   | 2,5   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | -2,5 | -2,4  | -2,4  | -2,3  |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 3,9  | 5,0   | 4,5   | 5,0   |
| Arbeitslosenquote    | %         | 7,7  | 6,8   | 6,5   | 6,3   |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | -0,2 | 0,0   | 1,8   | 2,5   |

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

### Forintschwäche hilft Konjunktur

Währungen zum Euro, Index, 1.1.2014 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die dynamische Konjunktur, die verbesserte Lage am Arbeitsmarkt und niedrige Zinsen für Staatsanleihen sind entscheidende Faktoren zur Senkung des Haushaltsdefizits. Bereits 2013 beendete die EU das Defizitverfahren, und die Regierung wird, weil sie nicht überwacht werden will, dafür sorgen, dass dies auch so bleibt. Bei Bedarf könnten über maßgeschneiderte Steuern vorzugsweise ausländische Unternehmen zur Schließung von Finanzlücken herangezogen werden. Diese dürften – anders als die Konsumenten – die Politik von Premierminister Orban kritischer beurteilen. Rechtssicherheit, Berechenbarkeit der Politik und Transparenz zählen zu den Kriterien, die in Ungarn regelmäßig bemängelt werden. So landet Ungarn im Standort-Ranking der deutschen Unternehmen im Vergleich der zentraleuropäischen EU-Länder auf einem der hinteren Plätze. An Attraktivität zu verlieren, wird sich das Land auf Dauer aber kaum leisten können. Zumindest die umstrittene Bankensteuer soll ab 2016 reduziert werden.

Verstetigung der  
Zinspolitik

Mit ihrer entschlossenen Geldpolitik unterstützt die Zentralbank den Konjunkturaufschwung bislang vorbehaltlos. Sie hat den Leitzins zügig auf mittlerweile 1,35 % gesenkt. Für die kommenden Monate geht sie von anziehenden Inflationsraten aus, die aber weiter deutlich unter ihrem Ziel von 3 % bleiben werden. Daher dürfte sie den Leitzins in den nächsten Monaten auf seinem aktuellen Niveau belassen, zumal auch von der EZB keine Erhöhungssignale kommen. Da sich eine Überhitzung der Konjunktur bislang nicht abzeichnet, besteht für die Zentralbank kein Grund, die Vorteile eines schwächeren Forint nicht zu nutzen.



## 6.19 Tschechien: Das Feld von hinten aufgerollt

EU-Mittel  
beleben Investitionen

Mit einem fulminanten BIP-Wachstum von über 4 % platziert sich Tschechien 2015 unter den EU-Spitzenreitern, und auch für 2016 stehen die Zeichen auf Expansion. Mit einem Plus von 2,5 % im Vorjahresvergleich hat die Dynamik dann ihren Zenit allerdings überschritten. Die Basis des Aufschwungs hat sich verbreitert, wird aber auch von Sondereinflüssen genährt, wie etwa der ablaufenden EU-Förderperiode, die über strukturpolitische Projekte 2015 die Investitionen anschieben. Für 2016 ist hier mit weniger Schwung zu rechnen, da neue Projekte erst anlaufen müssen. Der Konsum profitiert von gestiegenen Beschäftigungszahlen und niedrigen Inflationsraten. Die Einflüsse im Außenhandel sind gemischt: Zwar belebt die höhere Dynamik in der EU und in der für die tschechische Wirtschaft dominierenden Kfz-Industrie die Exporte. Allerdings wird dies zum großen Teil wettgemacht durch höhere Importe.

Mit Sorge werden die Auswirkungen der gefälschten Emissionstests auf den VW-Konzern verfolgt. 2014 wurden in Tschechien rund 1,25 Mio. Pkw hergestellt, davon knapp 60 % von der zu VW gehörende Marke Skoda. Hinzu kommt eine Vielzahl ortsansässiger Zulieferfirmen. Der Arbeitsmarkt befindet sich grundsätzlich aber in einer robusten Verfassung. Die Arbeitslosigkeit wird im Jahresdurchschnitt 2016 voraussichtlich unter 6 % liegen. Seit der Finanzkrise wurde dieses Niveau nicht mehr erreicht. Das Thema Fachkräftemangel gewinnt damit an Brisanz. In der gemeinsamen Konjunkturumfrage der Auslandshandelskammern in Mittel- und Osteuropa schneidet Tschechien bei der Verfügbarkeit von Fachkräften mit am schlechtesten ab. Angesichts der alternenden Bevölkerung, die das Arbeitskräfteangebot absehbar signifikant reduziert, könnte ein Umdenken beim Thema Zuwanderung zur Option werden.

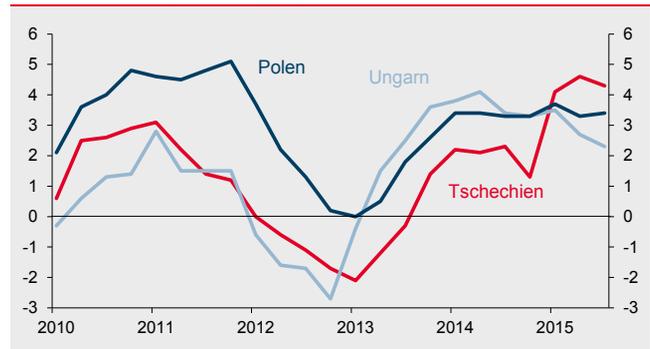
### Prognoseübersicht Tschechien

|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | 2,0  | 4,3   | 2,5   | 2,6   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | -1,9 | -1,7  | -1,3  | -1,0  |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 0,5  | 1,5   | 1,0   | 0,7   |
| Arbeitslosenquote    | %         | 7,7  | 6,5   | 5,7   | 5,5   |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | 0,4  | 0,4   | 1,3   | 2,0   |

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

### Überholmanöver

Reales Bruttoinlandsprodukt, % gg. Vj.



Quellen: Eurostat, Helaba Volkswirtschaft/Research

Nachdem die Regierung von ihrem langjährigen Sparkurs abgerückt ist, tragen die öffentlichen Haushalte maßgeblich zur Wachstumsdynamik bei. Fördernd wirkt 2015 vor allem die Kofinanzierung von EU-Projekten. 2016 wird dieser Impuls zwar deutlich schwächer ausfallen. Jedoch werden Lohnsteigerungen für Staatsbedienstete, steuerliche Entlastungen und höhere Pensionsausgaben das Wachstum stimulieren. Das Budgetdefizit bleibt mit 1,3 % des BIP moderat, ebenso wie die Staatsverschuldung von gut 40 % des BIP. Ausgabensenkend wirken die verbilligten Renditen auf Staatsanleihen, die z.T. unter null gerutscht sind.

Krone-Mindestkurs  
auch noch 2016

Ein weiterer Stützpfeiler für den Aufschwung ist die Wechselkurspolitik: Mit dem Mindestkursziel, das die Zentralbank seit November 2013 bei 27 Kronen je Euro definiert und erfolgreich verteidigt, verbessert sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit tschechischer Exporte. Die Inflationsrate bleibt auch 2016 noch deutlich unter dem angestrebten Wert von 2 %. Die Zentralbank kommuniziert daher eine Abkehr von der extrem lockeren Geldpolitik erst für Ende 2016. Mit der schwierigen Wahl des richtigen Zeitpunkts befindet sich Tschechiens Notenbank in guter Gesellschaft, denn die dann befürchtete Aufwertung der Krone und der daraus resultierende Bremseffekt auf die Exporte sollen nicht zu stark ausfallen.



Kein voller Lohnausgleich für hohe Inflation

## 6.20 Russland: Stabilisierung, aber kein Aufschwung

Die Talfahrt der russischen Wirtschaft scheint zu Ende zu gehen, wenn man die Industrieproduktion zugrunde legt. Diese sinkt seit Juni 2015 kontinuierlich weniger stark, im September im Vorjahresvergleich noch um 3,5 %. Die Einzelhandelsumsätze dagegen verloren bis zuletzt an Fahrt und gingen im September um über 10 % zurück. Die Rezession wird vom Konsumenten am stärksten gespürt. Im Gegensatz zum inflexiblen staatlichen Wirtschaftsumfeld – der Staatsanteil ist in den letzten Jahren wieder auf 55 % des BIP gestiegen – verlaufen die Lohnanpassungen rapide. Statt Beschäftigte zu entlassen, werden die Löhne eingefroren oder kaum erhöht. Bei einer Inflationsrate von über 15 % im Jahr 2015 bedeutet dies einen erheblichen Reallohnverzicht, aber auch eine steigende Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft. Die Lohnstückkosten in US-Dollar, die in acht Jahren bis 2013 um 150 % gestiegen waren, sind seither bereits wieder um 40 % gefallen. Die Arbeitslosenrate verharrt deshalb unter der 6 %-Marke, wobei durchaus auch positive Effekte durch die stärkere Teilzeitbeschäftigung eine Rolle spielen.

Das BIP wird 2015 voraussichtlich um 3,7 % und 2016 bei weitgehend unveränderten Ölpreisen nochmals um 0,5 % schrumpfen. Die Unsicherheit über die Dauer der Konflikte in Syrien und in der Ost-Ukraine, der steigende Staatseinfluss in der Wirtschaft sowie instabile rechtliche und institutionelle Rahmenbedingungen lähmen die Investitionen, die 2015 wahrscheinlich um 10 % zurückgehen. Nicht so stark wie der private, aber auch um rund 1,5 % wird der öffentliche Verbrauch fallen und gäbe es nicht den extrem positiven Außenbeitrag, wäre die Rezession wesentlich heftiger. Um fast 30 % dürften die Importe infolge der schwachen Investitionen, der Rubelabwertung (Mitte November 2015 im Jahresvergleich gegenüber dem US-Dollar um rund 30 %) sowie der russischen und der EU-Wirtschaftssanktionen sinken.

### Prognoseübersicht Russland

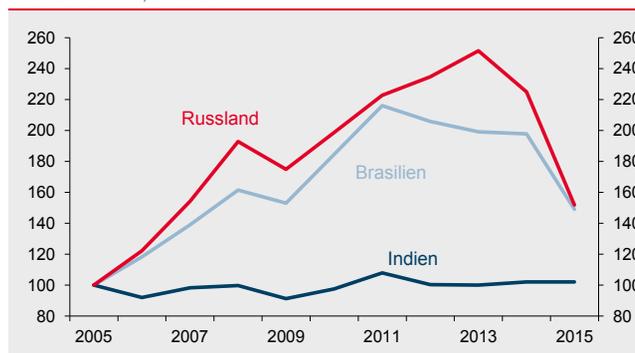
|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | 0,6  | -3,7  | -0,5  | 1,5   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | -0,5 | -3,0  | -3,3  | -2,5  |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 3,1  | 4,8   | 4,5   | 4,0   |
| Arbeitslosenquote    | %         | 5,2  | 5,5   | 5,6   | 5,5   |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | 7,8  | 15,5  | 8,5   | 6,0   |

Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

s=Schätzung, p=Prognose

### Lohnstückkosten deutlich gesunken

Index 2005 = 100, in US-Dollar



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Außenwirtschaftliche Stärke ungefährdet

Die Hälfte der gesamten Staatseinnahmen stammt aus dem Erdöl- und Gassektor. Diese sind 2015 trotz der gesunkenen Ölpreise aufgrund der Rubel-Abwertung verhältnismäßig stabil geblieben, und das Staatsdefizit wird sich voraussichtlich nur auf moderate 3 % des BIP erhöhen. Bei den Staatsausgaben machen die gestiegenen Sozial- und Verteidigungsausgaben bereits fast 50 % aus. Die Budgetvorgaben bleiben 2016 insgesamt konservativ. Das gegenüber 2015 leicht höhere Defizit soll mit dem Reservefonds der Regierung (Bestand gut 5 % des BIP) finanziert werden. Russland ist trotz des Ölpreisschocks außenwirtschaftlich stabil. Wegen der Importkompression dürfte der Leistungsbilanzüberschuss 2016 mit knapp 5 % außerordentlich hoch bleiben. Dem Rückgang der Währungsreserven auf 310 Mrd. US-Dollar Ende Juli 2015 von 470 Mrd. US-Dollar Ende 2013 steht ein gleich hoher Rückgang der Auslandsschulden auf 550 Mrd. US-Dollar (1. Quartal 2015) gegenüber. Eine innere und äußere Zahlungskrise Russlands ist wegen der geringen Staatsschulden (Prognose 2016: 16 % des BIP) und der unvermindert als hoch einzustufenden Währungsreserven unwahrscheinlich. Um die Wirtschaft unabhängiger vom Energiesektor zu machen und ein solides Wirtschaftswachstum nach 2016 zu erzielen, sind bessere Rahmenbedingungen für private mittelständische Unternehmen jedoch unerlässlich.



Holpriger  
Konjunkturpfad

### 6.21 Japan: Doping mit Nebenwirkung

Japan läuft weiter auf einem holprigen Konjunkturpfad. Zwar dürfte das BIP-Wachstum 2015 wieder leicht positiv ausgefallen sein und 2016 mit 1 % sogar über dem Potenzial liegen. Schließlich schleppt Japan das Problem einer alternden Gesellschaft mit sich herum, sodass die potenzielle Wachstumsrate durch das zurückgehende Arbeitskräfteangebot auf rund 0,5 % gesunken ist. Doch trotz Bewegung auf bzw. über diesem Pfad kann von einem soliden, selbsttragenden Aufschwung keine Rede sein. Dass es über die Quartale hoch und runter geht, ist nicht allein auf Sondereffekte zurückzuführen, wie die für Frühjahr 2017 angesetzte zweite Mehrwertsteuererhöhung von 8 % auf dann 10 %. Vielmehr klappt die Staffelübergabe bei der Konjunkturerholung nicht richtig, der außenwirtschaftliche Impuls kommt nur begrenzt in der Binnenwirtschaft an.

Die japanischen Unternehmen halten sich mit Investitionen zurück, wenngleich sie Rekordgewinne einfahren und die Finanzierungsbedingungen aufgrund der akkommodierenden Geldpolitik günstig sind. Die privaten Konsumenten scheinen sich immer noch nicht richtig von der ersten, damals dreiprozentigen Anhebung der Verbrauchsteuer vom April 2014 erholt zu haben. Die monatlichen Konsumausgaben gegenüber Vorjahr schwanken deutlich, die Stimmung der Verbraucher war schon einmal besser. Zwar weist der Arbeitsmarkt zunehmend Engpässe auf und die Arbeitslosenquote steuert auf die Marke von 3 % zu. Dies liegt aber maßgeblich am demographischen Prozess und auch den mittlerweile zahlreichen Teilzeitkräften. Gleichwohl ist die Lohnentwicklung mau, die zuletzt leichten Zuwächse in realer Betrachtungsweise sind durch die deutlich gesunkene Inflationsrate mitbedingt. Perspektivisch wird die Teuerung wohl wieder leicht zulegen und erst durch den Steuersondereffekt im April 2017 nach oben katapultiert werden – keine konsumfreundlichen Aussichten auf lange Sicht.

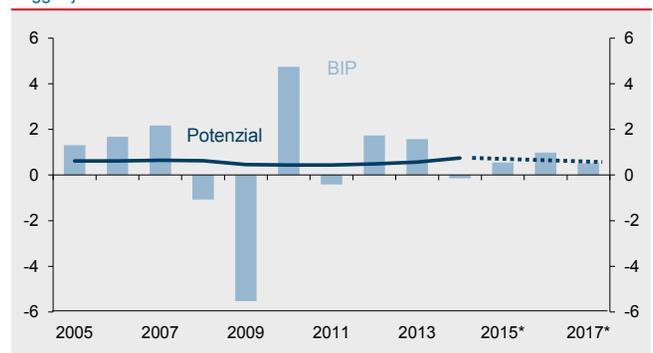
#### Prognoseübersicht Japan

|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | -0,1 | 0,5   | 1,0   | 0,5   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | -7,7 | -6,5  | -5,8  | -5,0  |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 0,5  | 2,5   | 3,0   | 3,3   |
| Arbeitslosenquote    | %         | 3,6  | 3,3   | 3,2   | 3,1   |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | 2,7  | 0,8   | 0,8   | 2,0   |

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

#### Wachstum nahe Potenzial – auf niedrigem Niveau

% gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research \* Prognosen

Konjunkturpakete nicht  
nachhaltig, aber teuer

Wie schon so oft sieht sich die japanische Regierung in der Pflicht, dem Konjunkturverlauf stabilisierend unter die Arme zu greifen. Dieses Doping ist allerdings mit empfindlichen Nebenwirkungen verbunden und die Nachhaltigkeit der binnenwirtschaftlichen Anschubwirkung keineswegs gewiss. In der Vergangenheit konnten die staatlichen Konjunkturpakete Japans letztlich wenig ausrichten. Für den Staatshaushalt mit seiner überbordenden Verschuldung und der Bürde steigender Sozialausgaben sind sie jedoch höchst schmerzlich. So befindet sich die Regierung weiterhin im Spagat zwischen Konsolidierung ihrer Finanzen und konjunktureller Stabilisierung. Als Risikofaktor für das Wachstum ist die nachlassende Nachfrage in der Region und insbesondere in China zu sehen, da das exportabhängige Japan sensitiv auf Veränderungen dieses wichtigen Absatzmarktes reagiert. Auf der Importseite kommt etwas Entlastung durch die sukzessive Wiederinbetriebnahme der japanischen Kernkraftwerke, da dies weniger Kosten für fossile Energien bedeutet. Ohnehin wirkt sich der niedrigere Ölpreis bei den Energieimporten kostensenkend aus. Insgesamt ist für die weltweit drittgrößte Volkswirtschaft weiter eine volatile Wachstumsentwicklung nahe ihres niedrigen Potenzialniveaus zu erwarten.



## 6.22 China: Mehr Mitläufer als Schrittmacher

Mittelfristig Richtung  
5 % Wachstum

Die Anzeichen verdichten sich, dass die Konjunkturängste vieler Beobachter im Hinblick auf China trotz des dortigen Aktienmarkt-Crashes 2015 übertrieben waren – wie schon in den Vorjahren. Zwar intensivte sich die Debatte um die Qualität und Aussagekraft der chinesischen BIP-Zahlen, die „die Wahrheit“ auch aus unserer Sicht wahrscheinlich überschätzen. Im Kern bleibt China aber ein klassischer Fall eines sich abschwächenden Trendwachstums. Überlagert wird dies allerdings von den diversen Reformbemühungen der Regierung und den bestehenden Ungleichgewichten in der chinesischen Wirtschaft (Überschuldung, Immobilienblase). Im Jahr 2016 dürfte das reale chinesische BIP um etwa 6,5 % steigen, nach 6,8 % 2015.

Für den Rest der Welt bleibt ein China, das mittelfristig „nur noch“ mit 5 % bis 6 % expandiert, aber ein Wachstumsmotor, insbesondere weil sein gestiegenes (und weiter zunehmendes) Gewicht auch bei kleineren Raten noch immer hohe globale Wachstumsbeiträge liefert. Kritischer ist eher die Frage nach der Zusammensetzung des Wachstums in China. Die Verschiebung von den Investitionen hin zum Konsum und ein möglicherweise nachhaltig steigender Marktanteil chinesischer Anbieter treffen die Importe und damit die deutsche Industrie, die bisher überdurchschnittlich vom Investitionsboom dort profitierte.

### Prognoseübersicht China

|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | 7,3  | 6,8   | 6,5   | 6,0   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | -1,2 | -2,0  | -2,0  | -1,8  |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | 2,1  | 2,6   | 2,1   | 2,0   |
| Arbeitslosenquote    | %         | 4,1  | 4,1   | 4,1   | 4,1   |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | 2,1  | 1,6   | 2,0   | 2,5   |

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

s=Schätzung, p=Prognose

### Wachstum schon 2015 unter 7 %

Reales Bruttoinlandsprodukt, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Während das „Wachstumsmodell“ derjenigen Länder, die in den letzten zehn Jahren primär den chinesischen Rohstoffhunger gestillt haben, wohl auf absehbare Zeit schwer beschädigt ist, wird ein anderer Faktor immer wichtiger: In den letzten Jahren sind die Ausgaben chinesischer Touristen im Ausland explosionsartig gestiegen. Von rund 30 Mrd. US-Dollar p.a. 2007 legten sie bis 2014 auf über 160 Mrd. US-Dollar zu. Bei den Auslandsausgaben liegen die Chinesen damit weltweit mit Abstand auf Platz 1, die zweitplatzierten USA bleiben inzwischen deutlich hinter ihnen zurück. In manchen Ländern in Asien haben die Mehrausgaben chinesischer Touristen sogar den Rückgang der offiziellen Warenexporte nach China vollständig kompensiert. Die Dynamik hier ist fast ungebrochen: Im Jahr 2014 stieg die Zahl der Auslandsreisen aus China um fast 20 %, im ersten Halbjahr 2015 legte sie um weitere 12 % zu. In diesem Zeitraum besuchten 70 % mehr Chinesen Deutschland als im Vorjahreszeitraum.

Weitere Reformschritte –  
und Stimulusmaßnahmen

Das von uns prognostizierte Wirtschaftswachstum wird 2016 wohl nur erreicht werden, wenn die Regierung weiterhin ihrem Kurs von 2015 folgt und – soweit dies im Rahmen der laufenden Reformprojekte vertretbar ist – die Konjunktur stimuliert. Kontroverse Diskussionen in der Öffentlichkeit, ob manche Maßnahmen dabei in erster Linie als Teil der Strukturreformen oder als Konjunkturstimulus intendiert sind, dürften ebenfalls andauern. Prominente Beispiele hierfür aus dem Jahr 2015 sind die fortschreitende Freigabe des Wechselkurses und die mit Zinssenkungen verbundene Liberalisierung der Bankzinsen. Die Teuerung wird 2016 wohl den Spielraum der Regierung, die Konjunktur zu stimulieren, nicht einschränken. Wir rechnen nach dem recht geringen Anstieg der Preise um gut 1,5 % 2015 mit einer Teuerungsrate von 2 %, komfortabel im Rahmen des offiziellen Inflationsziels.



### 6.23 Türkei: Achillesferse Leistungsbilanzdefizit

Mit rund 3 % wird das türkische Wirtschaftswachstum 2015 erneut vergleichsweise bescheiden ausfallen. Zwar liegt das BIP-Wachstum nach wie vor deutlich über dem des Europäischen Währungsraums, Wachstumsraten im Bereich von 3 % bedeuten für ein aufstrebendes Land wie die Türkei aber Stillstand – zumal das Potenzial des als Knotenpunkt zwischen Ost und West fungierenden Landes am Bosphorus unverändert groß ist. Eine Rückkehr zu alter Stärke ist auch im Verlauf von 2016 nicht zu erwarten. Im Gegenteil, wirtschaftliche und politische Risiken verhindern die Aufnahme eines höheren Wachstumstempos und bergen die Gefahr einer weiteren konjunkturellen Abkühlung. Mit durchschnittlich 2,8 % wird die türkische Wirtschaft 2016 voraussichtlich mit ähnlicher Geschwindigkeit wie 2015 expandieren.

Innen- und geopolitische Risiken belasten

Angesichts der hohen Abhängigkeit von Energieimporten profitiert die türkische Wirtschaft auch 2016 vom gefallenem Ölpreis, wenngleich die Abwertung der Lira diesen Effekt in Teilen konterkariert. Fakt ist aber auch, dass die Währungsschwäche einen Anstieg der Wettbewerbsfähigkeit bedingt, der wiederum wachstumsfördernde Wirkung entfaltet. Ferner unterstützt die fortschreitende Erholung der EU als wichtigstem Handelspartner. Als wesentliche Belastungsfaktoren könnten sich im kommenden Jahr innen- und geopolitische Risiken erweisen. Zwar konnte die AKP bei den Parlamentswahlen Anfang November die absolute Mehrheit zurückerobern, was die politische Situation im Land stabilisiert, Risiken bleiben aber. Sowohl die infolge des aufgekündigten Friedensprozesses mit der kurdischen Minderheit angespannte innenpolitische Lage als auch die Gewalt im Nachbarland Syrien sorgen für Unsicherheit und trüben die ohnehin verhaltenen Aussichten für 2016 zusätzlich ein. Die Verbraucherpreisinflation wird sich 2015 mit 7,5 % erneut deutlich über der längerfristigen Zielmarke der Notenbank von 5 % bewegen. Eine deutliche Abnahme des Inflationsdrucks ist für 2016 nicht zu erwarten. Die anhaltende Schwäche der türkischen Lira sowie der Wegfall des Entlastungsfaktors Ölpreis sorgen für einen mit 7,3 % deutlich über dem Inflationsziel liegenden Preisauftrieb.

#### Prognoseübersicht Türkei

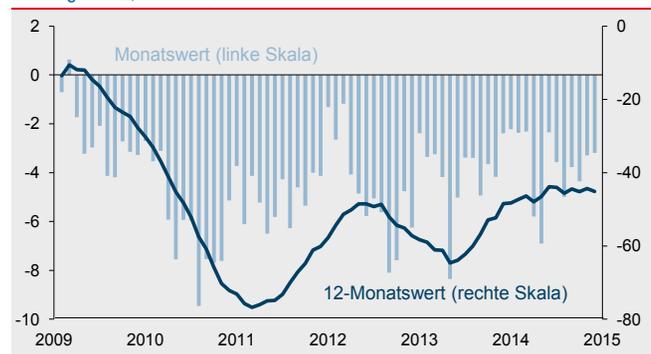
|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | 2,9  | 3,0   | 2,8   | 3,5   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | -1,3 | -1,7  | -2,2  | -2,1  |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | -5,8 | -5,4  | -5,5  | -5,6  |
| Arbeitslosenquote    | %         | 10,0 | 10,4  | 10,4  | 10,2  |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | 8,9  | 7,5   | 7,3   | 6,7   |

Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

s=Schätzung, p=Prognose

#### Stolperfalle Leistungsbilanzdefizit

Leistungsbilanz, Mrd. US-Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Leistungsbilanzdefizit als Risikofaktor

Abseits politischer und geopolitischer Belastungsfaktoren geht von der chronischen Schieflage der Leistungsbilanz ein nicht zu unterschätzendes Stabilitätsrisiko aus. Die überwiegend über kurzfristige Portfolioinvestitionen und nicht via langfristige Direktinvestitionen realisierte Finanzierung des hohen strukturellen Leistungsbilanzdefizits macht die Wirtschaft anfällig gegenüber externen Schocks. Gerade in Zeiten erhöhter Risikoaversion an den Kapitalmärkten stellt die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits die Achillesferse der türkischen Wirtschaft dar, zumal die anstehende US-Zinswende das Finanzierungsumfeld für die Emerging Markets eher verschlechtern wird. Die Türkei hat das Problem zwar erkannt und mit Reformplänen zur Verringerung der Importabhängigkeit reagiert. Für eine nachhaltige Reduzierung des hohen Leistungsbilanzdefizits sind aber weitergehende wachstumsfreundliche Reformen, die verstärkt ausländische Direktinvestitionen anziehen sowie das bisher unzureichende inländische Sparaufkommen erhöhen unerlässlich, ebenso wie die Beseitigung der zunehmenden Zweifel an der Unabhängigkeit der Zentralbank und der Rechtssicherheit.



## 6.24 Brasilien: Genesung möglich

Eingebrochene  
Inlandsnachfrage

Brasilien ist nach der Fußball-Weltmeisterschaft 2014 in eine wirtschaftliche und politische Malaise geraten. Nicht nur aus konjunkturellen Gründen ist das Vertrauen der Investoren gesunken, die abwarten, bis die innenpolitischen Unsicherheiten verfliegen sind und die Wachstumsaussichten wieder besser werden. Die Inlandsnachfrage ist 2015 eingebrochen, angeführt von den Investitionen um -10 % sowie dem privaten Konsum um -3 %. Erstaunlicherweise geht trotz der gesunkenen Rohstoffpreise von der Außenwirtschaft wegen der niedrigen Importe ein hoher positiver Wachstumsbeitrag aus. Ohne ihn würde das Bruttoinlandsprodukt deutlich stärker als die voraussichtlichen 3 % fallen. Vorausgesetzt, dass sich die gegenwärtige innenpolitische Lähmung aufgrund der viele Politiker belastenden Korruptionsaffäre um den Erdölkonzern Petrobras überwinden lässt und keine weiteren außenwirtschaftlichen Schocks hinzukommen, dürfte sich die Wirtschaft 2016 schrittweise fangen, insgesamt aber nochmals um etwa 0,5 % schrumpfen.

Die bisher großzügige Geld- und Fiskalpolitik hat die Staatsfinanzen und die Leistungsbilanz spürbar verschlechtert. Der jahrelange Primärüberschuss vor Zinszahlungen im Staatshaushalt – ein Qualitätsmerkmal der Fiskalpolitik – ist verfliegen und dürfte 2015 bei -1 % des BIP liegen mit der Folge, dass die Staatsverschuldung rasch steigt. Diese ist zwar mit knapp 70 % des BIP noch nicht allzu hoch, allein der staatliche Zinsendienst ist aber 2015 voraussichtlich auf über 8 % des BIP gestiegen. Die Zentralbank musste aus Stabilitätsgründen auf die Bremse treten und erhöhte permanent den Leitzins (SELIC) auf zuletzt 14,25 %. Da viele Preise wie der Mindestlohn indiziert sind, dürfte das zentrale Inflationsziel von 4,5 % 2016 noch nicht in Reichweite kommen. Im September 2015 lag die Inflationsrate wegen notwendiger Anpassungen administrativer Preise (u.a. für Energie), aber auch wegen der schwach tendierenden Währung Real noch bei fast 10 %. Im Vorjahresvergleich hat der Real gegenüber dem US-Dollar um ein Drittel an Wert eingebüßt. Dabei ist die Realschwäche aus Wettbewerbsgründen durchaus von Vorteil. Zum einen stiegen in den letzten zehn Jahren die Lohnstückkosten im internationalen Vergleich besonders stark, zum anderen ist die Investitionsquote für das Schwellenland Brasilien mit 18 % recht niedrig.

### Prognoseübersicht Brasilien

|                      |           | 2014 | 2015s | 2016p | 2017p |
|----------------------|-----------|------|-------|-------|-------|
| BIP, real            | % gg. Vj. | 0,2  | -3,0  | -0,5  | 1,5   |
| Budgetsaldo          | % des BIP | -6,3 | -9,0  | -8,0  | -6,5  |
| Leistungsbilanzsaldo | % des BIP | -4,4 | -3,7  | -3,7  | -2,9  |
| Arbeitslosenquote    | %         | 4,8  | 6,4   | 7,4   | 6,8   |
| Inflationsrate       | % gg. Vj. | 6,3  | 8,8   | 6,6   | 5,2   |

Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

s=Schätzung, p=Prognose

### Stabilitätspolitik angesagt



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Hoher ausländischer  
Finanzierungsbedarf

Wegen der Rohstofflastigkeit der Exporte (50 % der Ausfuhren) und der Konjunkturabschwächung in China (wichtigstes Exportland) sind die nominalen Exporte im Rückwärtsgang. Hier ist vorerst nicht mit einer spürbaren Gegenbewegung zu rechnen. Einsparungen beim Staat und allgemein der Abbau von Ungleichgewichten sind dringend geboten, um die äußere Liquidität nicht zu gefährden. Bisher erhält Brasilien noch – zwar stark vermindert – ausländische Direktinvestitionen, um den jährlichen Finanzierungsbedarf von etwa 200 Mrd. US-Dollar wenigstens teilweise sicher zu stellen. Die Währungsreserven lagen Mitte 2015 noch bei beachtlichen 360 Mrd. US-Dollar und könnten 2016 deutlich abnehmen, wenn nicht rasch fiskalische Anstrengungen unternommen werden.





## 7 Tabellen: Prognosen im Hauptszenario

### 7.1 Währungsprognosen im Detail

|                          | Veränderung seit<br>Jahresresultimo | aktueller<br>Stand* | Q1/2016 | Prognose Ende<br>Q2/2016 | Q3/2016 | Q4/2016 |
|--------------------------|-------------------------------------|---------------------|---------|--------------------------|---------|---------|
| <b>gg. Euro</b>          | %                                   |                     |         |                          |         |         |
| US-Dollar                | 14,0                                | 1,07                | 1,05    | 1,10                     | 1,15    | 1,05    |
| Japanischer Yen          | 10,2                                | 132                 | 131     | 135                      | 136     | 131     |
| Britisches Pfund         | 11,7                                | 0,70                | 0,70    | 0,68                     | 0,70    | 0,66    |
| Schweizer Franken        | 10,6                                | 1,09                | 1,10    | 1,10                     | 1,10    | 1,10    |
| Kanadischer Dollar       | -0,5                                | 1,42                | 1,40    | 1,45                     | 1,47    | 1,37    |
| Australischer Dollar     | -0,9                                | 1,50                | 1,54    | 1,59                     | 1,62    | 1,50    |
| Neuseeland-Dollar        | -5,7                                | 1,65                | 1,67    | 1,72                     | 1,72    | 1,62    |
| Schwedische Krone        | 1,2                                 | 9,30                | 9,20    | 9,10                     | 9,00    | 8,80    |
| Norwegische Krone        | -2,2                                | 9,24                | 9,20    | 9,00                     | 8,80    | 8,70    |
| <b>gg. US-Dollar</b>     | %                                   |                     |         |                          |         |         |
| Japanischer Yen          | -3,4                                | 124                 | 125     | 123                      | 118     | 125     |
| Schweizer Franken        | -3,0                                | 1,02                | 1,05    | 1,00                     | 0,96    | 1,05    |
| Kanadischer Dollar       | -12,7                               | 1,33                | 1,33    | 1,32                     | 1,28    | 1,30    |
| Schwedische Krone        | -11,3                               | 8,72                | 8,76    | 8,27                     | 7,83    | 8,38    |
| Norwegische Krone        | -14,3                               | 8,67                | 8,76    | 8,18                     | 7,65    | 8,29    |
| <b>US-Dollar gg. ...</b> | %                                   |                     |         |                          |         |         |
| Britisches Pfund         | -2,1                                | 1,52                | 1,50    | 1,62                     | 1,64    | 1,59    |
| Australischer Dollar     | -13,1                               | 0,71                | 0,68    | 0,69                     | 0,71    | 0,70    |
| Neuseeland-Dollar        | -17,3                               | 0,65                | 0,63    | 0,64                     | 0,67    | 0,65    |

Stand: \*18.11.2015

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Diese Tabelle wird regelmäßig in unseren Publikationen „Devisenfokus“ und „Devisen Kompakt“ aktualisiert.

## 7.2 Kapitalmarktprognosen im Detail

|                          | Veränderung seit<br>Jahresultimo | aktueller<br>Stand* | Q1/2016 | Q2/2016 | Q3/2016 | Q4/2016 |
|--------------------------|----------------------------------|---------------------|---------|---------|---------|---------|
|                          | Basispunkte                      | %                   |         |         |         |         |
| Hauptrefinanzierungssatz | 0                                | 0,05                | 0,05    | 0,05    | 0,05    | 0,05    |
| EZB Einlagenzins         | 0                                | -0,20               | -0,30   | -0,30   | -0,30   | -0,30   |
| Tagesgeldsatz Eonia      | -5                               | -0,13               | -0,20   | -0,20   | -0,20   | -0,20   |
| 3M Euribor               | -17                              | -0,09               | -0,15   | -0,15   | -0,15   | -0,15   |
| 6M Euribor               | -19                              | -0,02               | -0,05   | -0,05   | -0,05   | -0,05   |
| 12M Euribor              | -25                              | 0,08                | 0,05    | 0,05    | 0,05    | 0,05    |
| 2j. Bundesanleihen       | -27                              | -0,38               | -0,35   | -0,30   | -0,25   | -0,20   |
| 5j. Bundesanleihen       | -15                              | -0,14               | -0,05   | 0,00    | 0,00    | 0,15    |
| 10j. Bundesanleihen      | -3                               | 0,51                | 0,70    | 0,90    | 0,80    | 1,00    |
| 2j. Swapsatz             | -26                              | -0,08               | -0,05   | 0,00    | 0,00    | 0,05    |
| 5j. Swapsatz             | -14                              | 0,22                | 0,25    | 0,30    | 0,25    | 0,40    |
| 10j. Swapsatz            | 6                                | 0,87                | 1,00    | 1,20    | 1,10    | 1,30    |
| 30j. Swapsatz            | 6                                | 1,52                | 1,70    | 1,90    | 1,85    | 1,90    |
| 2j. Pfandbriefe          | -30                              | -0,21               | -0,20   | -0,10   | -0,05   | 0,00    |
| 5j. Pfandbriefe          | -18                              | 0,12                | 0,20    | 0,30    | 0,25    | 0,35    |
| 10j. Pfandbriefe         | 3                                | 0,84                | 1,00    | 1,20    | 1,10    | 1,25    |
| Federal Funds Rate       | -12                              | 0,13                | 0,63    | 0,88    | 1,13    | 1,38    |
| 3M USD Libor             | 11                               | 0,37                | 0,90    | 1,10    | 1,40    | 1,60    |
| 10j. US-Treasuries       | 9                                | 2,27                | 2,80    | 2,90    | 2,90    | 3,00    |
|                          | Landeswährung, %                 | Index               |         |         |         |         |
| DAX                      | 10,4                             | 10.960              | 11.900  | 11.700  | 11.200  | 12.000  |
| Euro Stoxx 50            | 9,4                              | 3.432               | 3.700   | 3.650   | 3.500   | 3.800   |
| Dow Jones                | -1,4                             | 17.737              | 18.300  | 18.000  | 17.800  | 18.500  |
| S&P 500                  | 0,2                              | 2.084               | 2.150   | 2.120   | 2.080   | 2.150   |
| Nikkei 225               | 10,8                             | 19.649              | 20.800  | 20.500  | 19.800  | 21.000  |
|                          | %                                | %                   |         |         |         |         |
| Brentöl \$/bbl           | -23,8                            | 44                  | 45      | 48      | 47      | 48      |
| Gold \$/oz               | -11                              | 1.071               | 1.050   | 1.100   | 1.150   | 1.100   |

Stand: \*18.11.2015

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die wichtigsten Indikatoren dieser Tabelle werden regelmäßig in unserer Publikation „Wochenausblick“ aktualisiert.

## 7.3 Bruttoinlandsprodukt und Inflation

|                  | Bruttoinlandsprodukt                  |       |       |       | Verbraucherpreise               |       |       |       |
|------------------|---------------------------------------|-------|-------|-------|---------------------------------|-------|-------|-------|
|                  | reale Veränderung<br>gg. Vorjahr in % |       |       |       | Veränderung<br>gg. Vorjahr in % |       |       |       |
|                  | 2014                                  | 2015s | 2016p | 2017p | 2014                            | 2015s | 2016p | 2017p |
| Euroland         | 0,9                                   | 1,5   | 1,6   | 1,6   | 0,4                             | 0,1   | 0,9   | 1,4   |
| Deutschland*     | 1,6                                   | 1,5   | 1,7   | 1,5   | 0,9                             | 0,3   | 1,2   | 1,5   |
| Frankreich       | 0,2                                   | 1,2   | 1,3   | 1,5   | 0,6                             | 0,1   | 0,9   | 1,5   |
| Italien          | -0,4                                  | 0,7   | 1,2   | 1,5   | 0,2                             | 0,2   | 0,8   | 1,4   |
| Spanien          | 1,4                                   | 3,1   | 2,5   | 2,0   | -0,2                            | -0,6  | 0,7   | 1,3   |
| Niederlande      | 1,0                                   | 1,9   | 1,8   | 2,0   | 0,3                             | 0,3   | 1,2   | 1,5   |
| Österreich       | 0,4                                   | 0,7   | 1,4   | 1,5   | 1,7                             | 0,9   | 1,5   | 1,5   |
| Griechenland     | 0,7                                   | -0,5  | 0,5   | 2,5   | -1,4                            | -1,0  | 1,0   | 1,0   |
| Portugal         | 0,9                                   | 1,5   | 1,7   | 1,8   | -0,2                            | 0,5   | 1,1   | 1,3   |
| Irland           | 5,2                                   | 5,3   | 4,0   | 3,8   | 0,3                             | 0,1   | 1,3   | 1,5   |
| Großbritannien   | 2,9                                   | 2,4   | 2,2   | 1,8   | 1,5                             | 0,1   | 1,3   | 2,2   |
| Schweiz          | 1,9                                   | 0,8   | 1,2   | 1,6   | -0,1                            | -1,1  | -0,1  | 0,6   |
| Schweden         | 2,3                                   | 2,8   | 2,7   | 2,6   | -0,2                            | 0,0   | 1,0   | 1,8   |
| Norwegen         | 2,2                                   | 1,1   | 1,3   | 1,8   | 2,0                             | 2,1   | 2,3   | 2,2   |
| Polen            | 3,3                                   | 3,4   | 3,2   | 3,2   | 0,0                             | -0,9  | 1,5   | 1,8   |
| Ungarn           | 3,7                                   | 2,7   | 2,5   | 2,5   | -0,2                            | 0,0   | 1,8   | 2,5   |
| Tschechien       | 2,0                                   | 4,3   | 2,5   | 2,6   | 0,4                             | 0,4   | 1,3   | 2,0   |
| Türkei           | 2,9                                   | 3,0   | 2,8   | 3,5   | 8,9                             | 7,5   | 7,3   | 6,7   |
| Russland         | 0,6                                   | -3,7  | -0,5  | 1,5   | 7,8                             | 15,5  | 8,5   | 6,0   |
| USA              | 2,4                                   | 2,5   | 3,0   | 2,5   | 1,6                             | 0,1   | 1,5   | 2,0   |
| Japan            | -0,1                                  | 0,5   | 1,0   | 0,5   | 2,7                             | 0,8   | 0,8   | 2,0   |
| Asien ohne Japan | 5,7                                   | 5,3   | 5,1   | 5,0   | 3,6                             | 2,7   | 3,5   | 3,5   |
| China            | 7,3                                   | 6,8   | 6,5   | 6,0   | 2,1                             | 1,6   | 2,0   | 2,5   |
| Indien           | 7,3                                   | 7,0   | 6,5   | 6,5   | 6,7                             | 5,6   | 5,9   | 5,8   |
| Lateinamerika    | 1,4                                   | 0,3   | 1,5   | 2,5   | 10,7                            | 13,0  | 11,5  | 9,0   |
| Brasilien        | 0,2                                   | -3,0  | -0,5  | 1,5   | 6,3                             | 8,8   | 6,6   | 5,2   |
| Welt             | 3,2                                   | 2,9   | 3,2   | 3,2   | 3,1                             | 2,8   | 3,2   | 3,1   |

s=Schätzung, p=Prognose; \*arbeitstäglich bereinigt

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

Diese Tabelle wird regelmäßig in unseren Publikationen „Wochenausblick“ und „Konjunktur Kompakt“ aktualisiert.

## 7.4 Leistungsbilanz und Budgetsalden

|                         | Leistungsbilanzsaldo |       |       |       | Budgetsaldo |       |       |       |
|-------------------------|----------------------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|
|                         | % des BIP            |       |       |       | % des BIP   |       |       |       |
|                         | 2014                 | 2015s | 2016p | 2017p | 2014        | 2015s | 2016p | 2017p |
| <b>Euroland</b>         | 2,4                  | 2,9   | 2,9   | 3,0   | -2,6        | -2,1  | -1,9  | -1,7  |
| Deutschland             | 7,3                  | 7,8   | 7,7   | 7,7   | 0,3         | 0,5   | 0,2   | 0,0   |
| Frankreich              | -0,9                 | 0,0   | 0,2   | 0,3   | -3,9        | -3,8  | -3,5  | -3,2  |
| Italien                 | 2,0                  | 2,2   | 2,4   | 2,5   | -3,0        | -2,8  | -2,4  | -2,0  |
| Spanien                 | 1,0                  | 1,6   | 1,9   | 2,1   | -5,9        | -4,5  | -3,5  | -2,7  |
| Niederlande             | 10,2                 | 9,5   | 9,3   | 9,5   | -2,3        | -2,0  | -1,5  | -1,2  |
| Österreich              | 0,7                  | 1,7   | 1,0   | 0,7   | -2,7        | -2,0  | -1,7  | -1,7  |
| Griechenland            | -2,3                 | -0,1  | -0,1  | -1,0  | -3,6        | -4,6  | -3,6  | -2,5  |
| Portugal                | 0,5                  | 0,6   | 0,6   | 0,3   | -7,2        | -3,2  | -3,2  | -3,0  |
| Irland                  | 3,6                  | 7,0   | 6,0   | 6,0   | -3,9        | -2,1  | -1,2  | -0,2  |
| <b>Großbritannien</b>   | -5,1                 | -4,5  | -4,0  | -3,5  | -5,7        | -4,3  | -3,5  | -3,0  |
| <b>Schweiz</b>          | 7,3                  | 10,0  | 10,0  | 9,0   | -0,1        | -0,1  | 0,2   | 0,2   |
| <b>Schweden</b>         | 7,8                  | 8,0   | 7,3   | 6,5   | -1,7        | -1,5  | -1,3  | -1,0  |
| <b>Norwegen</b>         | 8,5                  | 6,5   | 8,0   | 9,0   | 9,1         | 7,0   | 6,0   | 7,0   |
| <b>Polen</b>            | -1,3                 | 0,0   | -2,7  | -3,0  | -3,3        | -3,0  | -2,8  | -2,8  |
| <b>Ungarn</b>           | 3,9                  | 5,0   | 4,5   | 5,0   | -2,5        | -2,4  | -2,4  | -2,3  |
| <b>Tschechien</b>       | 0,5                  | 1,5   | 1,0   | 0,7   | -1,9        | -1,7  | -1,3  | -1,0  |
| <b>Türkei</b>           | -5,8                 | -5,4  | -5,5  | -5,6  | -1,3        | -1,7  | -2,2  | -2,1  |
| <b>Russland</b>         | 3,1                  | 4,8   | 4,5   | 4,0   | -0,5        | -3,0  | -3,3  | -2,5  |
| <b>USA</b>              | -2,2                 | -2,4  | -2,3  | -2,6  | -3,8        | -2,5  | -2,1  | -1,7  |
| <b>Japan</b>            | 0,5                  | 2,5   | 3,0   | 3,3   | -7,7        | -6,5  | -5,8  | -5,0  |
| <b>Asien ohne Japan</b> | 1,9                  | 2,9   | 2,4   | 1,9   | -1,9        | -2,5  | -2,7  | -2,6  |
| China                   | 2,1                  | 2,6   | 2,1   | 2,0   | -1,2        | -2,0  | -2,0  | -1,8  |
| Indien                  | -1,3                 | -1,4  | -1,6  | -1,5  | -4,0        | -4,0  | -3,7  | -3,7  |
| <b>Lateinamerika</b>    | -2,9                 | -2,8  | -2,9  | -2,5  | -2,7        | -4,6  | -3,0  | -1,5  |
| Brasilien               | -4,4                 | -3,7  | -3,7  | -2,9  | -6,3        | -9,0  | -8,0  | -6,5  |

s=Schätzung, p=Prognose; \*arbeitstäglich bereinigt

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

## Adressen der Landesbank Hessen-Thüringen

### Hauptsitze

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

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

### Bausparkasse

**Landesbausparkasse  
 Hessen-Thüringen**

**Offenbach am Main**  
 Strahlenbergerstraße 13  
 63067 Offenbach am Main  
 Telefon 0 69/91 32-02  
 Telefax 0 69/91 32-29 90

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

### Förderbank

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

### Niederlassungen

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

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

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

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

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

### Repräsentanzen

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

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

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

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

### Immobilienbüros

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

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

### Sparkassen- Verbundbank-Büros

#### Düsseldorf

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

#### München

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

#### Stuttgart

Kronprinzstraße 11  
70174 Stuttgart  
Telefon 07 11/2 80 40 4-0  
Telefax 07 11/2 80 40 4-20

#### Berlin

Joachimsthalerstraße 12  
10719 Berlin  
Telefon 0 30/2 06 18 79-13 10  
Telefax 0 30/2 06 18 79-69

### Auswahl der Tochtergesellschaften

#### Frankfurter Sparkasse

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

#### 1822direkt Gesellschaft der Frankfurter Sparkasse mbH

Borsigallee 19  
60388 Frankfurt am Main  
info@1822direkt.com  
Telefon 0 69/9 41 70-0  
Telefax 0 69/9 41 70-71 99

#### Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG

JUNGHOF  
Junghofstraße 26  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69/1 56 86-0  
Telefax 0 69/1 56 86-1 40

#### Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG

Börsenstrasse 16, Postfach  
8022 Zürich  
Schweiz  
Telefon +41 44/2 65 44 44  
Telefax +41 44/2 65 44 11

### Auswahl der Tochtergesellschaften

#### Helaba Invest

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

#### GWH

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

#### OFB

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





---

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

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

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

[www.helaba.de](http://www.helaba.de)

---