Helaba

Märkte und Trends 2020

Vorhang auf! Melodram – nächster Akt

Werte, die bewegen.

Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin / Leitung Research

Editorial

> *„Theater wird erst wirklich, wenn das Publikum innerlich mitspielt."*
> Hermann Bahr (1863–1934)

Diese Feststellung über das Theater ist Ansporn und Drohung zugleich. Derzeit spielen sich manche Parteien und Staatsoberhäupter gekonnt in den Vordergrund. Viele Zuschauer sind ergriffen und zeigen ihre Begeisterung an der Wahlurne. Andere Akteure können dagegen mit ihrer Political Correctness auf der Bühne nur schwer bestehen.

Wird die Schauspieltruppe letztlich doch Einsicht zumindest in das Notwendige zeigen? Dies wäre die Voraussetzung, damit das Melodram erträglich ausgeht.

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

wer leitet die große weltwirtschaftliche Aufführung 2020? Ist es Shakespeare, Molière, Brecht oder übernehmen die Hauptdarsteller auch die Regie? Ist es eine Tragödie, eine Komödie oder doch eher ein Melodram?

Das Melodram hält Einzug in die Politik

Seit dem Brexit-Referendum und dem Wahlsieg von Donald Trump 2016 beherrscht die Politik die Kapitalmärkte. Bis dahin konnte sich kaum jemand vorstellen, dass ein Land die EU verlassen oder sich zwischen den großen Nationen eine Zollerhöhungsspirale drehen würde.

Aber nicht nur die Themen sind neu, sondern auch der Politikstil. So wird mit allen Mitteln des Melodrams gearbeitet: Die Hauptdarsteller teilen ungehemmt ihre Einstellungen, Gefühle und Befindlichkeiten mit dem weltweiten Publikum in unzähligen Tweets. Dabei reicht das verbale Spektrum von überbordender Euphorie über spontane Meinungsäußerungen bis zu Hasstiraden. Damit polarisieren und emotionalisieren die Protagonisten gezielt Themen, um ihre Interessen durchzusetzen.

Bekannte Hauptdarsteller

Inzwischen befinden wir uns im **dritten Jahr dieses Melodrams**. Ängste grassieren, dass das Abgleiten in die Tragödie kurz bevorsteht. Umso spannender ist die nächste Spielzeit. Die Hauptdarsteller sind weitgehend bekannt. Wie in der letzten Saison wird der **große Blonde** jenseits des Atlantiks die männliche Hauptrolle einnehmen. Voraussichtlich wird sein Pendant in London ebenfalls wieder eine tragende Rolle spielen. Aber welches Stück wird aufgeführt?

Wünschen würde ich mir eine Komödie. Auch wenn sie die menschlichen Schwächen zum Thema hat, lernt man, sich selbst nicht so wichtig zu nehmen – zum Nutzen aller. Wahrscheinlicher ist aber, dass der vierte Akt des laufenden Melodrams aufgeführt wird.

Eine Frau dirigiert

Zu einem Melodram gehört häufig Musik. Erstmals hält eine Frau den Dirigentenstab der Europäischen Zentralbank (EZB) in der Hand. Ob die **neue Chefin Christine Lagarde** den geldpolitischen Kurs von Mario Draghi ändert, ist eher eine perspektivische Frage. Kurzfristig wird sie kaum von seiner Partitur abweichen. Sie wird jedoch den Taktstock ganz anders führen als ihr Vorgänger.

Die zunehmende Zerrissenheit innerhalb des Orchesters, also im EZB-Rat, hat zu Missklängen geführt, die nicht nur die Darsteller, sondern auch die Zuschauer irritieren. Fingerspitzengefühl ist gefragt, um die Empfindlichkeiten der einzelnen Gruppen im höchsten EZB-Entscheidungsgremium einzufangen.

> *„Das Mandat erfüllen und sicherstellen, dass das Team funktioniert und zusammenhält."*
> Christine Lagarde, gefragt nach ihren Hauptaufgaben bei der EZB (Die Zeit, 07.11.2019)

Wichtige Neubesetzungen

War 2019 in der EU das Jahr der Castings und der Rollenverteilung, wartet die gespannte Weltöffentlichkeit nun auf die angekündigten Aufführungen. Die Neubesetzung der EU-Kommissare im November und der voraussichtliche Amtsantritt der neuen Kommission im Dezember – mit Ursula von der Leyen auch unter der Führung einer Frau – schaffen die Rahmenbedingungen dafür, dass sich die EU-Institutionen wieder stärker auf ihre eigentlichen Aufgaben konzentrieren können.

Obwohl einiges in der EU länger auf sich warten lässt, bleibt das Publikum der Companie durchaus gewogen: Im jüngsten Eurobarometer gaben **45 % der befragten EU-Bürger an, ein eher positives Bild** von der EU zu haben, Tendenz steigend. Dabei vertrauen sogar mehr Befragte der EU als der eigenen Regierung.

> *„Das Wesentliche ist für die Augen unsichtbar."*
> Antoine de Saint-Exupéry, „Der kleine Prinz"

Vieles von dem, was auf europäischer Ebene passiert, ist für das Publikum nicht unmittelbar sichtbar – genauso wie im Theater die Technik, die jedoch für die Aufführung unerlässlich ist. Gleiches gilt für den Internationalen Währungsfonds, der eher im Hintergrund die Fäden zieht. Auch diese Aufgabe bleibt mit Kristalina Georgiewa in den Händen einer Frau.

Glimpflicher Ausgang im Melodram

Die Verstrickung von Darstellern und Regisseur erzeugt den Spannungsbogen im Melodram 2020. Jegliches Ereignis wird für das Publikum ausgeschmückt zelebriert – immer mit dem Versuch, die einen zu erhöhen, um gleichzeitig die anderen zu erniedrigen.

Wesentlich für dieses Theatergenre ist aber im Gegensatz zur Tragödie, dass das Stück **ein gutes Ende nehmen kann**. Dazu müssen die Protagonisten Einsicht in das Notwendige zeigen. Hier stellt sich die rettende Wendung ein: Denn weder der US-Hauptdarsteller noch sein Widersacher aus China haben letztlich einen Anreiz, den Handelskonflikt so eskalieren zu lassen, dass damit die Weltkonjunktur gegen die Wand fährt. Mit der Entspannung im Handelskrieg sowie einer geordneten, dauerhaften Brexit-Lösung werden sich die wirtschaftlichen Perspektiven weltweit wieder aufhellen.

Bühne frei für die Assetklassen

Das Stück steht fest, die Rollen sind verteilt, die Instrumente gestimmt, Technik, Kulissen und Schnürboden vorbereitet. Hinter und vor den Kulissen herrscht rege Betriebsamkeit. Die Theaterkritiker bringen sich in Stellung. Nun stellt sich die Frage: Wer performt wie?

Aktien und Renten hatten schon 2019 ihren großen Auftritt. Bei ihnen ist das Ertragspotenzial 2020 überschaubar. Allerdings kann es zeitweilig zu Übertreibungen bei Aktien kommen, weil der Mangel an Anlagealternativen grundsätzlich anhält. Dieses Setting sorgt auch für die unverändert große Beliebtheit von Immobilien beim Anleger-Publikum. Gold glänzt im Rampenlicht. Sowohl Geld- als auch Fiskalpolitik sind die maßgeblichen Akteure, die dem Edelmetall das Revival ins nächste Jahr verlängern.

Auch für Präsident Trump hält das Melodram etwas bereit. Wünscht er sich doch einen schwachen US-Dollar, um die Exportwirtschaft zu stärken. Hier besteht Hoffnung: 2020 dürfte die US-Währung gegenüber dem Euro abwerten.

Schon Heinrich Heine (1797 – 1856) arbeitete mit verschiedenen Szenarien:

> *„Liebe ist in Frankreich eine Komödie, in England eine Tragödie, in Italien eine Oper und in Deutschland ein Melodram."*

Negatives Alternativszenario: Tragödie

In unserem negativen Alternativszenario geht es in der Weltwirtschaft zu wie in einer klassischen Tragödie. Die vorherrschenden Konflikte entwickeln eine Eigendynamik und führen zu einer globalen Rezession. Dabei durchlaufen die Hauptfiguren **schicksalhafte Entwicklungen**. Großbritannien versinkt mit seinen Brexit-Protagonisten vollkommen im politischen Chaos. Weitere Versuche des US-amerikanischen Hauptdarstellers, seinen Kopf zu retten, könnten vom Handelskrieg in den Währungskrieg münden und eine Spirale von Abwertungen und zusätzlichen Handelsbarrieren mit sich bringen.

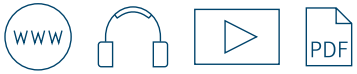
Positives Alternativszenario: Komödie

Wie in einer Komödie dominiert in unserem positiven Alternativszenario eine **heitere Grundstimmung**. Die Störmanöver der beiden großen blonden Hauptdarsteller ebben ab und führen zu einem glücklichen Ende. Die teilweise skurrilen Persönlichkeitszüge einiger Darsteller werden nicht mehr als Belastung wahrgenommen, sondern münden in eine kooperative Zusammenarbeit der Nationen. Die Weltwirtschaft nimmt wieder richtig Fahrt auf und die Aktienmärkte applaudieren.

Als Abonnent/-in unseres Spielplans 2020 wünsche ich Ihnen anregende Einsichten!

Ihre

Chefvolkswirtin/Leitung Research



helaba.com/de/research

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

Inhalt

Editorial
Seite 2

1 Hauptszenario Melodram (70 %)
Seite 8

Zinsen und Renten
- EZB-Ensemble unter Druck 14

Covered Bonds
- Neue Platzverteilung 16

Credits
- Keine Trendwende in Sicht 17

Aktien
- Nicht übersteuern! 18

Gold
- Strukturell aufgewertet 21

Immobilien
- Die Vorstellung geht weiter 22

Devisen
- Abwärts mit dem US-Dollar? 24

2 Länder und Regionen im Hauptszenario
Seite 26

Europäische Union
- Start in die neue Spielzeit 27

Deutschland
- Happy End mit offenen Fragen 28
- Spot an: Hessen, Thüringen, NRW und Brandenburg 31

Frankreich
- Applaus! 33

Italien
- Keine Änderung des Programms 34

Spanien
- Weniger Dynamik 35

Schweden
- Solider Auftritt 37

Polen, Tschechien, Ungarn
- Die Spannung steigt 38

Großbritannien
- Nächster Akt im Brexit-Drama 40

USA
- Laienspiel in Washington – die Fortsetzung? 42

Japan
- Temporär schwächer 45

China
- Die Kunst des Handelskrieges 46

Russland
- Kraftlose Performance 48

Brasilien
- Reformen im Rampenlicht 49

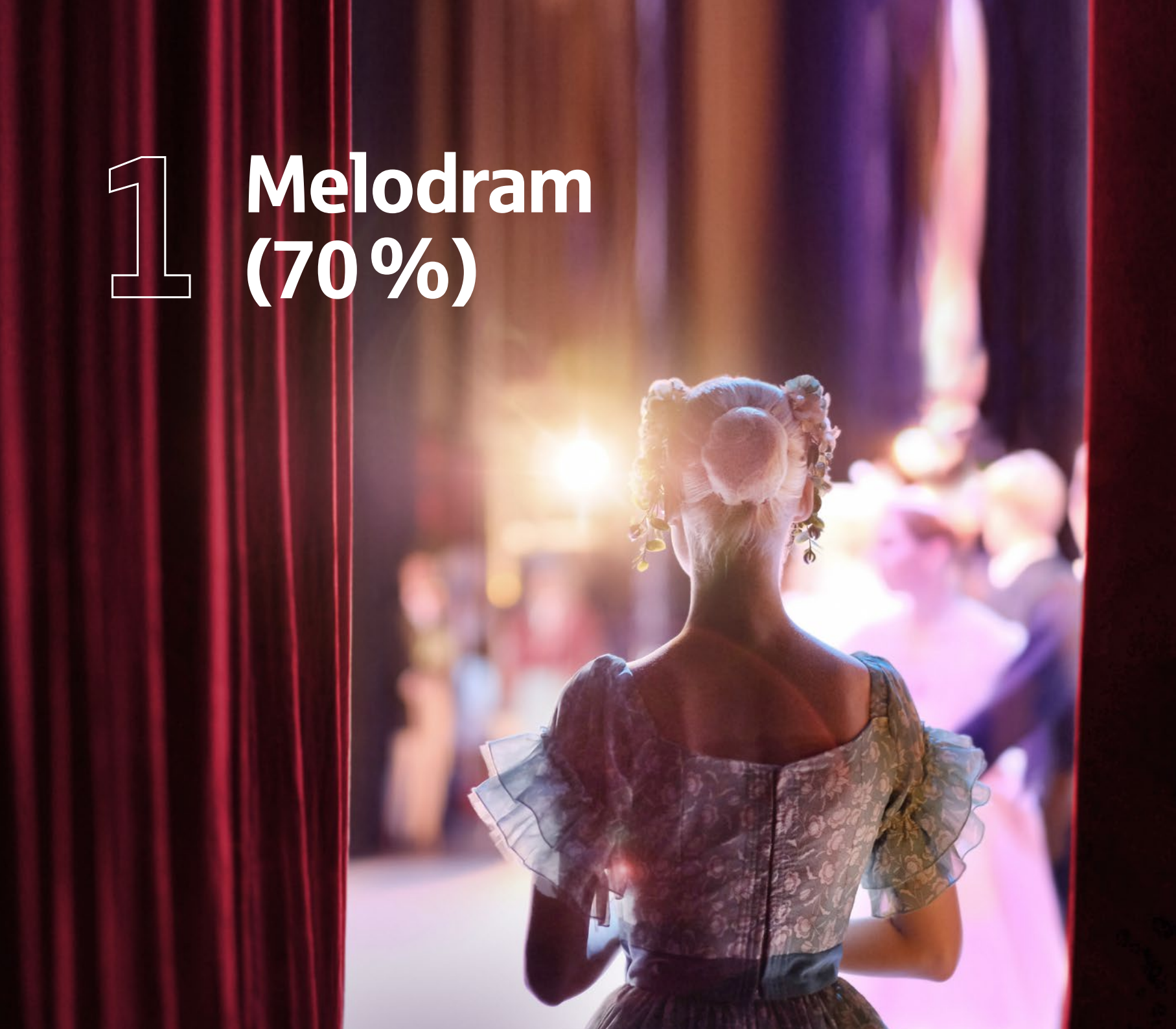
3 **Alternativszenario Tragödie (10 %)**
Seite 50

4 **Alternativszenario Komödie (20 %)**
Seite 53

5 **Prognosetabellen im Hauptszenario**
Seite 56

- Kapitalmarktprognosen 57
- Devisenprognosen 58
- Bruttoinlandsprodukt, Inflation, Budgetsaldo 59
- Adressverzeichnis 60
- Impressum 62

Redaktionsschluss: 14. November 2019



1 Melodram (70 %)

Hauptszenario

Vorhang auf! Melodram – nächster Akt (70 %)

Die Weltwirtschaft steht Ende 2019 am Rande einer Rezession, dem ökonomischen Pendant zu einem Nervenzusammenbruch. Vor allem der industrielle Sektor schwächelt, viele Aktivitätsindikatoren befinden sich im Kontraktionsbereich. Die von manchen vertretene These, eine weltweite Rezession sei kurzfristig unvermeidlich, ja schicksalhaft, ist jedoch alles andere als zwingend. Die globale Konjunktur wird sich ins Jahr 2020 hinein fangen und die Expansion fortsetzen, wenn auch mit überschaubarer Dynamik.

Ist das nur das sprichwörtliche Pfeifen im Walde? Zweifellos gibt es erhebliche Risiken und Unsicherheiten. Über die Ursachen der derzeitigen konjunkturellen Schwäche gehen die Meinungen auseinander. Die „üblichen Verdächtigen" für eine konjunkturelle Verlangsamung oder Kontraktion – ein Ölpreisschock und eine restriktive Fiskal- oder Geldpolitik – fallen diesmal aus. Am ehesten besteht Einigkeit darin, dass die Handelspolitik – oder besser: der mit ihr verbundene massive Anstieg der Unsicherheit über die Zukunft der globalisierten Wertschöpfungsketten, vor allem im Verarbeitenden Gewerbe – einer der wichtigsten Faktoren ist. Dies erklärt, warum die sehr offene deutsche Wirtschaft in den vergangenen zwei Jahren zu den Hauptleidtragenden zählte. Wie kaum eine andere große Wirtschaft hängen wir am Tropf der globalen Industriekonjunktur und eines funktionierenden weltweiten Warenaustauschs. Damit ist aber auch das Aufwärtspotenzial größer, wenn die Belastungen abklingen.

> *„Wer ist unser größerer Feind, [Fed-Präsident] Powell oder [Chinas Präsident] Xi?"*
> Donald Trump, US-Präsident

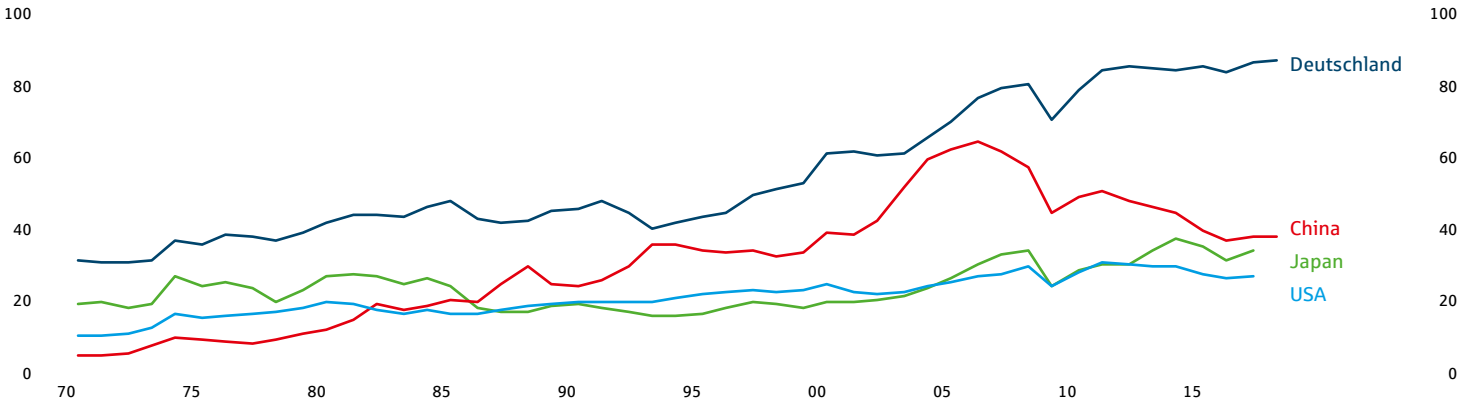
Der freie Handel wurde zuletzt in den 1930er Jahren weltweit so schlagartig in Frage gestellt. Entsprechend wenig Erfahrung haben wir mit den Auswirkungen auf die globalisierte Wirtschaft des 21. Jahrhunderts. Eine für unser Szenario notwendige Bedingung ist, dass der Handelsstreit nicht wie 2018/2019 immer weiter eskaliert, sondern sich die Kontrahenten zumindest auf einen Waffenstillstand einigen. Es ist sogar vorstellbar, dass den USA und China mit einem Abkommen der Einstieg in eine stufenweise Rücknahme bestehender Zölle gelingt.

Unsicherheit als wichtigster Belastungsfaktor

Zu den bekannten Irritationen „Brexit" und „Handelsstreit" kam 2019 ein weiteres politisches Thema hinzu, das in den kommenden Jahren noch an Bedeutung gewinnen wird. Die Klimadebatte hat das Potenzial, über Jahrzehnte gewachsene wirtschaftliche Strukturen auf relativ kurze Sicht in erheblichem Maße zu hinterfragen oder gar obsolet zu machen. Dies geht über die nicht zuletzt für die deutsche Industrie entscheidende Frage „Wie sieht die Zukunft der individuellen Mobilität aus?" weit hinaus.

Deutschland besonders offen

Handelsoffenheit, Summe der Exporte und Importe von Gütern und Dienstleistungen in % des BIP



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Research

> *„[As] we know, there are known knowns; there are things we know we know. We also know there are known unknowns; that is to say we know there are some things we do not know. But there are also unknown unknowns – the ones we don't know we don't know. And […] it is the latter category that tend to be the difficult ones."*
>
> Donald Rumsfeld, ehemaliger US-Verteidigungsminister

Die durch solche strukturellen Faktoren verursachte Verunsicherung kann zusätzlich zur zyklischen Dynamik zu Investitions- und / oder Konsumzurückhaltung führen. Eine Rezession ist stets in erster Linie ein psychologisches Phänomen. Nach der Euphorie des Booms, während der alle Risiken ausgeblendet oder kleingeredet werden, schlägt die Stimmung ins Gegenteil um. Aufgebaute Ungleichgewichte werden korrigiert. Diese **Ungleichgewichte** sind diesmal aber **überschaubar**, vielleicht weil es in der Expansion seit 2009 in der Realwirtschaft nie wirklich eine Phase der Euphorie gab. Zurückhaltung war das Motto dieses Zyklus: Die Sparquote der sonst so spendierfreudigen privaten Haushalte in den USA ist z. B. überdurchschnittlich hoch. Eine Welle sorgloser Über- oder Fehlinvestitionen ist zumindest in den großen Industrieländern nicht zu erkennen. Entsprechend gibt es keinen oder nur einen geringen Korrekturbedarf.

Monetäre Impulse stützen

Fiskal- und Geldpolitik sind gegen die in erster Linie politischen Belastungen nicht die effektivsten Gegenmittel, zumal ihre Handlungsfähigkeit verglichen mit früheren Zyklen geringer ist. Trotzdem wird die **Fiskalpolitik** 2020 insgesamt wohl leicht expansiv wirken. Die **Fed** und die **EZB** haben bereits im Verlauf von 2019 eine geldpolitische Kehrtwende vollzogen. Die Fed ist von

Zinserhöhungen auf Zinssenkungen umgeschwenkt und ihre Bilanzsumme wird nach einer spürbaren Schrumpfung bald wieder wachsen. Die EZB hat die Zinswende abgeblasen, den Einlagenzins gesenkt und ein neues Kaufprogramm gestartet. Diese Maßnahmen werden 2020 zunehmend positive konjunkturelle Folgen haben, auch wenn nichts mehr „draufgepackt" wird. In beiden Notenbanken zeichnet sich jedoch eine intensive interne Diskussion über die grundsätzliche geldpolitische Strategie ab.

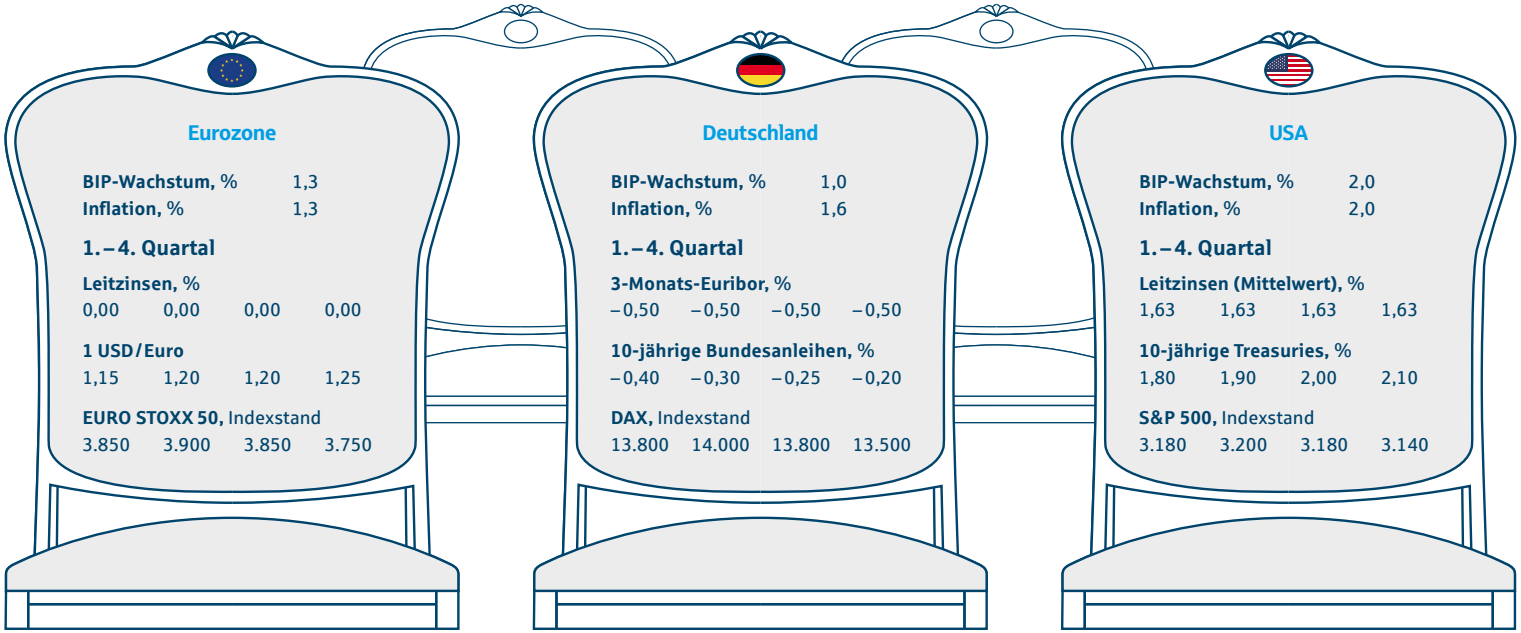
Prognoseübersicht im Hauptszenario

In Deutschland und in der Eurozone fällt das **Wirtschaftswachstum** trotz konjunktureller Belebung im Jahresdurchschnitt mit 1 % bzw. 1,3 % verhalten aus. Die USA expandieren um 2 %. Der Preisauftrieb bleibt in der Eurozone deutlich unter dem Zielwert der EZB, während die **Inflation** in den USA 2 % erreicht.

Wir gehen davon aus, dass der **Ölpreis** um 60 US-Dollar pro Barrel pendelt und die auslaufende konjunkturelle Schwächephase den Preisdruck dämpft. Daher wird die Inflation 2020 den Notenbanken keine klaren Handlungssignale geben, weder für eine restriktivere noch eine merklich expansivere Geldpolitik.

Die geldpolitische Kehrtwende führte am **Rentenmarkt** 2019 zu einer Premiere. Nach einem spektakulären Renditerutsch notierten zeitweise alle Bundesanleihen im negativen Terrain. Damit einher gingen erhebliche Kursgewinne. Angesichts der

Ausgewählte Prognosen für 2020



Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

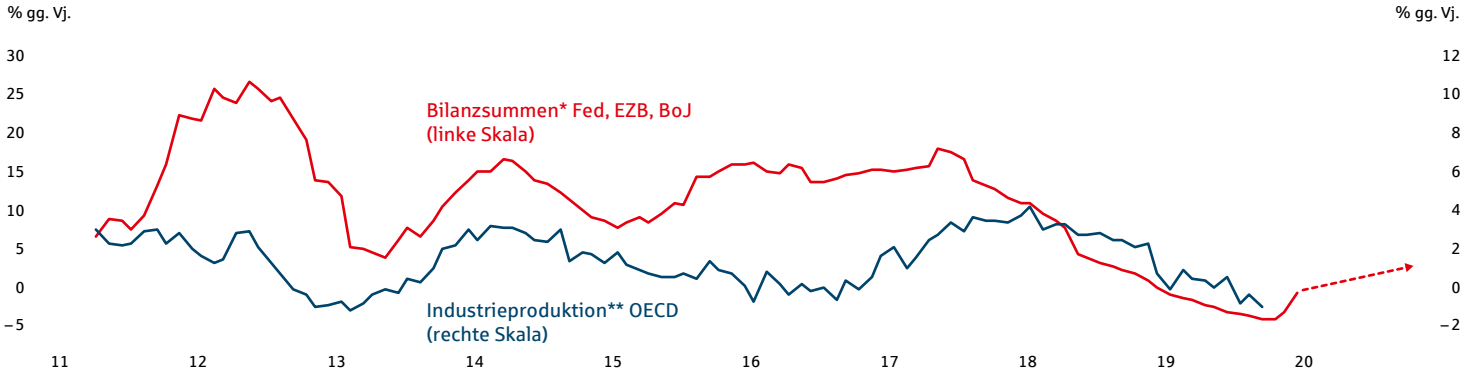
Konjunkturerholung wird sich diese Performance 2020 nicht ansatzweise wiederholen lassen. Selbst eine weitere Zinssenkung der EZB dürfte nur temporär für steigende Anleihekurse sorgen. Am Jahresende 2020 erwarten wir die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bei –0,2 %. Gegen eine nachhaltige Rückkehr in den positiven Renditebereich sprechen neben der fortgesetzt lockeren Geldpolitik der EZB vor allem anhaltend niedrige Inflationserwartungen. Am US-Rentenmarkt dürften 10-jährige Treasuries Ende 2020 über 2 % notieren.

Bei europäischen **Corporates** bleiben die Spreads 2020 auf recht moderatem Niveau und die Refinanzierungskosten günstig. Die Kreditprofile befinden sich in solider Verfassung. Dies sorgt auch bei den Banken für eine stabile Bilanzqualität, ihre Profitabilität bleibt aber angesichts des Niedrigzinsumfelds, einer Verschärfung des Wettbewerbs und hoher Aufwendungen für Regulierung und Digitalisierung unter Druck.

Die weiterhin robusten **Covered Bonds** sehen sich einer verstärkten Nachfrage der EZB gegenüber. Mit Blick auf das anhaltend niedrige Renditeniveau werden sich die Risikoprämien jedoch nur moderat einengen.

Allen politischen und wirtschaftlichen Irritationen zum Trotz konnten **Aktien** 2019 überdurchschnittliche Kursgewinne verbuchen. Obwohl die gefühlte politische und wirtschaftliche Unsicherheit neue Höchststände erreicht hatte, blieben die Anleger, abgesehen von kurzen Unterbrechungen, insgesamt gelassen. Der Hauptgrund hierfür dürfte die ultralockere Geldpolitik der großen Notenbanken gewesen sein, die zu einem deutlichen Rückgang der Renditen bei sicheren Anlagen geführt hat und somit die relative Attraktivität von Aktien erhöhte. Aktien werden sich wohl auch 2020 im Spannungsfeld hoher Bewertung und dem Mangel an Anlagealternativen

Geldpolitische Wende

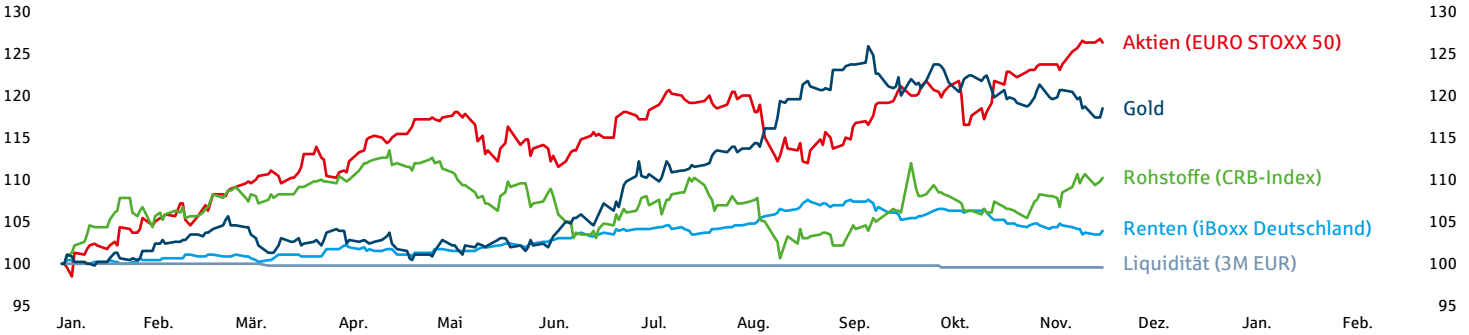


* BIP-gewichtete aggregierte Veränderungsrate ** ohne Bauwirtschaft

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Research

Aktien und Gold mit überdurchschnittlichen Zuwächsen

Index 31.12.2018 = 100, Euro



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Research

bewegen. Bei einer zu erwartenden Verbesserung der Wachstumsaussichten werden Anleger vermutlich das Risiko- dem Renditekalkül unterordnen. Dabei kann es zeitweilig durchaus zu Übertreibungen kommen. Ein Ausflug des DAX über die Marke von 14.000 Punkten dürfte sich aber als nicht nachhaltig erweisen. Gegen Jahresende wird er voraussichtlich im Bereich um 13.500 Punkte notieren.

Immobilien bleiben bei extrem niedrigen Zinsen relativ attraktiv. Allerdings könnte die jüngste wirtschaftliche Schwäche dafür sorgen, dass Mieten und Kaufpreise 2020 etwas weniger dynamisch zulegen. Am deutschen Wohnungsmarkt wird sich die Lage nicht entspannen, solange restriktive politische Maßnahmen die Neubautätigkeit belasten.

Der **US-Dollar** hielt sich 2019 vergleichsweise robust – zum Ärger von US-Präsident Trump. In dessen protektionistische Agenda passt eine schwächere US-Währung. Ohnehin ist der US-Dollar deutlich überbewertet. US-Handels- und -Haushaltsdefizite mahnen ebenfalls zur Vorsicht. Der politische Gegenwind für den Euro dürfte nachlassen bzw. könnte zu Lasten der US-Währung drehen. Wenn zudem die Eurozone zunehmend konjunkturelle Lebenszeichen gibt, wird der Euro-Dollar-Kurs 2020 steigen.

Die geldpolitische Kehrtwende katapultierte **Gold** im Sommer 2019 über 1.500 US-Dollar je Feinunze, den höchsten Wert seit 2013. Seitdem hält sich der Goldpreis etwa auf diesem Niveau. Der weltweite Renditerutsch an den Rentenmärkten sorgte dafür, dass die Opportunitätskosten für Gold gesunken sind. Davon profitiert das Edelmetall auch 2020. Im Jahresverlauf dürfte Gold weitere Erfolge feiern und bis auf 1.700 US-Dollar je Unze steigen. Aufgrund der Wechselkursentwicklung ergibt sich lediglich eine Seitwärtsbewegung um 1.400 Euro je Unze.

Patrick Franke

Zinsen und Renten

EZB-Ensemble unter Druck

Die Konjunkturschwäche sowie die geldpolitische Lockerung haben die Renditen auf neue historische Tiefstände gedrückt. Dies hat Staatsanleihen 2019 beachtliche Kursgewinne beschert. Die Zinswelt steht Kopf und vieles spricht dafür, dass dies so bleibt. Wahrscheinlich legt die EZB sogar nach und senkt den Einlagensatz noch einmal. Angesichts der zyklischen Erholung im Jahresverlauf dürfte das Ertragspotenzial bei Renten 2020 jedoch gering sein.

Das alte Jahr endet mit der Übergabe des Dirigentenstabs an der Spitze der Europäischen Zentralbank. Ob die neue Chefin **Christine Lagarde** den geldpolitischen Kurs ihres Vorgängers ändert, ist eher eine perspektivische Frage. Kurzfristig wird sie kaum von Mario Draghis Partitur abweichen. Ganz im Gegenteil: Die Konjunkturschwäche zwingt sie in ein klassisches Rollenmuster. Um Handlungsstärke zu beweisen, dürfte der neu formierte EZB-Rat den **Einlagensatz** voraussichtlich ein weiteres Mal senken, um dann eine längere zinspolitische Pause einzulegen. Viele im Rat hatten mit diesem Instrument zuletzt kaum Probleme, trotz des negativen Vorzeichens. Auch wurde die Belastung für Banken durch den gestaffelten Einlagensatz reduziert.

Unruhe im Publikum

Vorbehalte richten sich vor allem gegen das expansive **Kaufprogramm** – nicht nur im EZB-Rat. Dieses unkonventionelle Instrument sichert durch die Beeinflussung der Finanzmärkte zwar die Währungsunion gegen kritische Marktbewegungen ab und gibt der Fiskalpolitik größere Handlungsspielräume. Erkauft wird dies jedoch mit einem **Anlagenotstand** von historischen Ausmaßen. Mit einfachen und konservativen Strategien lassen sich kaum noch positive Erträge erwirtschaften. Investoren sind gezwungen, sich in unbekanntes Terrain zu wagen, mit allen damit verbundenen Risiken. Eine Ausweitung des Kaufprogramms – aktuell werden im Monat für zusätzlich 20 Mrd. Euro Assets gekauft – ist daher nicht zu erwarten.

EZB zwischen Kakofonie und virtuosem Instrumenteneinsatz

Neben der lockeren Geldpolitik sprechen anhaltend **moderate Inflationserwartungen** für ein niedriges Renditeniveau. Strukturveränderungen, z. B. die voranschreitende Digitalisierung und die optimierten globalen Wertschöpfungsketten, haben offenbar einen größeren Einfluss auf die Teuerung als die Geldpolitik. Trotz des extremen Instrumenteneinsatzes ist es der EZB aber bislang nicht gelungen, das **Inflationsziel** von knapp 2 % dauerhaft zu erreichen. Eine Überprüfung und Anpassung an das veränderte Umfeld wäre für die EZB eine Option, sich aus der geldpolitischen Ecke zu befreien, in die sie sich manövriert hat. Ob dies allerdings die Tauben im EZB-Rat zulassen, ist fraglich. Immerhin könnten durch weniger ambitionierte, dafür aber realistischere Ziele die Inflationserwartungen weiter abrutschen.

Eine Abkehr vom Draghi-Kurs würde zu spürbaren Kursverlusten nicht nur bei Anleihen führen. Dies liegt auch an einer deutlichen **Verschiebung der langfristigen Zinserwartungen**, ausgelöst durch die überraschende Kehrtwende der EZB 2019. Schwankten

die Langfristprognosen für 10-jährige Bundesanleihen mit einem Horizont von vier Jahren lange zwischen 1,5 % und 2 %, sackte der jüngste Konsenswert auf 0,5 % ab. Die Wachstums- und Inflationsprojektionen wurden dagegen nur leicht reduziert. In dieser Konstellation besteht die Gefahr, dass ein verbaler Zickzackkurs der geldpolitisch wenig erfahrenen Christine Lagarde zu starken Kursschwankungen führt.

> *„Unsere Maßnahmen laufen so lange, bis sich die Wirtschaft erholt und sich die Inflation wieder nachhaltig unserem Ziel von knapp zwei Prozent nähert."*
> Philip R. Lane, EZB-Chefvolkswirt

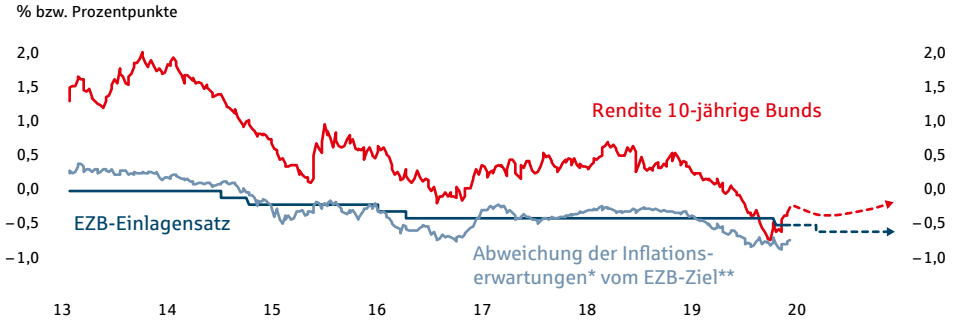
Prognose Ende …	Q2 / 2020	Q4 / 2020
3M Euribor	– 0,50 %	– 0,50 %
10j. Bundesanleihen	– 0,30 %	– 0,20 %
10j. US-Treasuries	1,90 %	2,10 %

mehr Zinsprognosen auf Seite 57
Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Gleichwohl ist selbst im Fall einer zufriedenstellenden Konjunkturerholung nicht mit einer Abkehr vom geldpolitischen **Dauerkrisenmodus** zu rechnen. Dafür steht insbesondere der neue EZB-Chefvolkswirt Philip Lane, der vor allem die latenten Konjunkturrisiken und die niedrigen Inflationserwartungen im Blick hat. Die Kapitalmarktzinsen in Deutschland dürften sich daher auch 2020 trotz zyklischer Erholung überwiegend im negativen Bereich bewegen. Wir erwarten die Rendite **10-jähriger Bundesanleihen** Ende 2020 bei – 0,2 %, begleitet von einer insgesamt **steileren Laufzeitenkurve**.

Vor dem Hintergrund des laufenden EZB-Kaufprogramms, des akuten Anlagenotstands sowie einer verbesserten Konjunktur ist mit überschaubaren Risikoaufschlägen bei Euro-Staatsanleihen zu rechnen. Vergleichsweise wenig Impulse sind vom US-Rentenmarkt zu erwarten. Hier ist bei stabilen Leitzinsen mit Renditen **10-jähriger US-Staatsanleihen** von rund 2 % zu rechnen.

Ein weiteres Jahr mit Negativzinsen



* 5y5y Inflation Forward Euroraum ** rund 2 %

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Research

Ulf Krauss

Covered Bonds

Neue Platzverteilung

Die EZB lässt sich 2020 auf dem Covered Bond-Markt wieder öfter sehen. Dennoch werden sich die Spreads mit Blick auf das anhaltend niedrige Renditeniveau nur moderat einengen.

Mit der Wiederbelebung des Kaufprogramms dürften 2020 Papiere im Umfang von 40 bis 45 Mrd. Euro an die Währungshüter fließen. Damit wäre **knapp die Hälfte** der erwarteten ankaufsfähigen Neuemissionen bereits verteilt. Insgesamt erwarten wir bei anstehenden Fälligkeiten von knapp 121 Mrd. Euro ein Euro-Benchmark-Emissionsvolumen von rund 140 Mrd. Euro. Das neue Refinanzierungsprogramm (TLTRO III) und der regulatorisch motivierte Ausbau von unbesicherten Verbindlichkeiten sollten das Covered Bond-Angebot allenfalls leicht belasten. Fördernd wirken dagegen weiter steigende Immobilienkreditvolumina in vielen europäischen Ländern und zunehmende Platzierungen junger oder neuer Emittenten.

Bleibt die Frage, wie stark das Gerangel am Covered Bond-Markt ausfallen wird. Zahlreiche Banken werden allein zur Erfüllung der regulatorischen Liquiditätsanforderungen weiterhin zugreifen. Selbst bei negativen Renditen blieben Covered Bonds zuletzt für einige Häuser gegenüber dem negativen Einlagenzins der EZB attraktiv. Der jüngst eingeführte Staffelzins und die teilweise Verschonung von Zentralbankguthaben werden dies nicht vollkommen ändern.

> *Banken werden nur vereinzelt EZB-Einlagen gedeckten Papieren vorziehen.*

Den **Spielraum für weitere Spread-Einengungen** sehen wir dennoch für die iBoxx EUR Covered-Indizes der Kernmärkte auf bis zu 10 Basispunkte begrenzt. So zeichnete sich im September und Oktober bereits eine höhere Nachfrage nach längeren Laufzeiten und positiven Renditen ab.

Immerhin notierten Ende Oktober **über 90 % der Euro-Benchmark-Anleihen mit negativen Renditen**. Die hohen Preise dürften daher vor allem Investoren mit höheren Renditeansprüchen wie Versicherungen und Pensionskassen von der Teilnahme abhalten. Gleichzeitig treten zunehmend Anleger auf, die das noch kleine, aber stark wachsende Segment der nachhaltigen Covered Bonds stützen.

Sabrina Miehs

Credits

Keine Trendwende in Sicht

Die Finanzschulden europäischer Unternehmen dürften auch 2020 nur moderat steigen. Daher sollten die Refinanzierungskosten sehr niedrig bleiben. Bei Bankanleihen empfehlen wir, auf Emittenten mit hoher Bonität zu setzen, hier aber den Renditeaufschlag bei Non-Preferred-Senior-Anleihen zu nutzen.

Corporates: Weiterhin solide Bilanzen

Die Aussicht auf eine Stabilisierung der konjunkturellen Lage hat zuletzt zu einem leichten Rückgang der Euro-Corporates-Spreads geführt. 2020 dürften diese aufgrund der erneuten EZB-Ankäufe zunächst weiter sinken. Mit dem Nachlassen dieses Effektes zum Jahresende prognostizieren wir für den **iBoxx EUR Non-Financials** einen etwas höheren **Spread von ca. 70 Basispunkten**. Aufgrund der weiterhin sehr niedrigen Basiszinsen werden die Refinanzierungskosten für die Unternehmen gleichwohl auf absehbare Zeit gering bleiben und auch im kommenden Jahr für einen munteren Primärmarkt für Euro-Corporate Bonds sorgen.

> *Eine strukturelle Verschlechterung der Bonitäten ist derzeit nicht erkennbar.*

Die Schulden europäischer Corporates werden aller Voraussicht nach weiter steigen. So lassen sich die für den fortschreitenden technologischen Wandel (Stichwort Industrie 4.0) notwendigen Investitionen nur bedingt weiter in die Zukunft verschieben. Allerdings hat die Mehrzahl der Unternehmen ihre **Liquiditätsposition und Innenfinanzierungskraft** in den letzten Jahren merklich **verbessert**. In der Summe sollte der Anstieg der Fremdmittel bei europäischen Firmen daher moderat ausfallen. Die **Kreditprofile** der allermeisten Gesellschaften dürften somit auch 2020 **in solider Verfassung** bleiben.

Banken: Hohe Qualität gefragt

Das stabile Kreditgeschäft wird die Bilanzqualität der Banken gemäß unserer Erwartung stützen. Angesichts der seit der Finanzmarktkrise merklich gestiegenen Eigenkapitalquoten werden Gewinne zwar vermehrt für Ausschüttungen und Wachstum genutzt. Weiter verschärfte regulatorische Anforderungen sorgen jedoch für eine **fortgesetzte Stärkung der Eigenkapitalausstattung**. Die Kreditausfälle dürften zwar steigen, jedoch unter ihrem historischen Durchschnitt bleiben. Die Niedrigzinsen belasten allerdings weiter die Erträge. Der Margenwettbewerb wird wohl noch härter, so dass die Gewinne unter Druck bleiben.

Für den gesamten Sektor sind die Digitalisierungs- und Regulierungskosten enorm, so dass Kostensenkungsprogramme weiter auf der Tagesordnung stehen. Ferner zeigen sich regional immer stärkere Qualitätsunterschiede: Die skandinavischen Länder beispielsweise haben mit den Folgen der Geldwäscheskandale zu kämpfen; in Deutschland leiden die Institute unter der strukturell niedrigen Profitabilität.

Im insgesamt recht volatilen Umfeld empfehlen wir daher unverändert, auf Emittenten mit hoher Bonität zu setzen, hier aber den **Renditeaufschlag bei Non-Preferred-Senior-Anleihen zu nutzen**.

Dr. Susanne E. Knips, Ulrich Kirschner, CFA

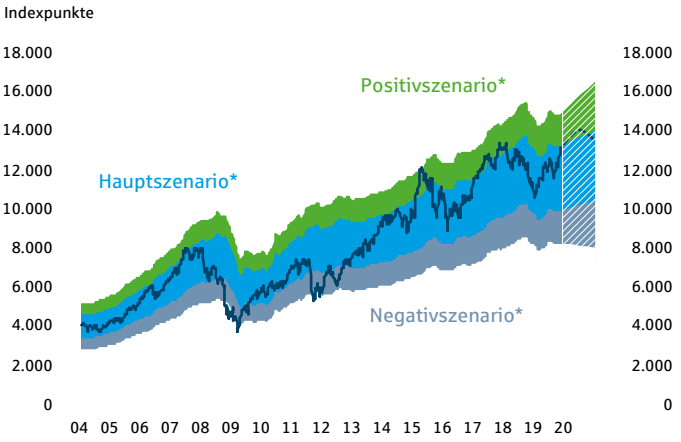
Aktien

Nicht übersteuern!

Aktien haben 2019 bereits sehr viel Positives vorweggenommen. Der hauptsächlich durch eine Bewertungsexpansion getriebene Aufschwung an den Börsen stößt allmählich an Grenzen. Kursanstiege werden künftig vorrangig durch eine Erholung der Unternehmensgewinne getragen. Damit ist das Aufwärtspotenzial für Aktien überschaubar.

Allen politischen und wirtschaftlichen Irritationen zum Trotz konnten Aktien 2019 deutliche Kursgewinne verbuchen. Dabei lieferten sich der S&P 500 und die europäischen Börsenbarometer DAX und EURO STOXX 50 ein Kopf-an-Kopf-Rennen. Nicht ganz mithalten konnte der japanische Nikkei 225. Klar abgeschlagen war bis zuletzt der britische FTSE 100.

DAX: Kurspotenzial überschaubar



* Bänder: fairer Wert aus Gewinn, Dividende, Cashflow und Buchwert

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Research

Obwohl die gefühlte politische und wirtschaftliche Unsicherheit – gemessen an den Beiträgen in den Wirtschaftszeitungen – neue Höchststände erreicht hatte, blieben die Anleger, abgesehen von kurzen Unterbrechungen, gelassen. So bewegte sich die implizite Aktienvolatilität für die international führenden Indizes die meiste Zeit unterhalb des langfristigen Durchschnitts.

Was stimmte Anleger so zuversichtlich? Der Hauptgrund dürfte die ultralockere Geldpolitik der großen Notenbanken gewesen sein, die zu einem deutlichen Rückgang der Renditen geführt hat und somit die relative Attraktivität von Aktien erhöhte. Immerhin übersprang das weltweite Volumen negativ verzinster Staatsanleihen zur Jahresmitte die bisherigen Rekordwerte aus dem Jahr 2016.

Aktien werden sich wohl auch 2020 im **Spannungsfeld aus hoher Bewertung und dem Mangel an Anlagealternativen** bewegen. Bei einer zu erwartenden Verbesserung der Wachstumsaussichten werden Anleger vermutlich das Risiko- dem Renditekalkül unterordnen. Dabei kann es zeitweilig durchaus zu Übertreibungen kommen.

US-Aktienmärkte im Bann des Wahlkampfs

Politische Börsen haben zwar sprichwörtlich kurze Beine. 2020 stehen in den USA allerdings Präsidentschaftswahlen an, und

kaum ein US-Staatsoberhaupt zuvor hat als Indikator für seinen (wirtschafts-) politischen Erfolg so stark auf die positive Entwicklung an den Aktienmärkten abgestellt wie Donald Trump. Kursrückschläge würden seine **Wiederwahlchancen** enorm schmälern.

Welche Trümpfe stehen noch zur Verfügung, um den Aktienmarkt positiv zu beeinflussen? Die Steuersenkungskarte ist bereits ausgespielt. Zudem übte Trump massiven Druck auf die US-Notenbank aus, die Zinsen zu reduzieren. Mit inzwischen drei Zinssenkungen dürfte die Fed ihren Job weitgehend erledigt haben.

Bliebe der **„Big Deal" mit China**, der aus unserer Sicht jedoch unrealistisch ist. Bestenfalls gelingt der Einstieg in eine stufenweise Rücknahme bestehender Strafzölle.

Reicht diese Entspannung für nachhaltig steigende Notierungen am US-Aktienmarkt aus oder ist sie ohnehin schon eingepreist? Der S&P 500 erreichte trotz stagnierender Unternehmensgewinne 2019 immer neue Höchststände und konnte gegenüber dem Jahresultimo bislang gut 20 % zulegen. Der Kursanstieg ist somit fast ausschließlich bewertungsgetrieben. Auf Basis der gängigen Kennziffern sind US-Blue Chips inzwischen **hoch bewertet** und bewegen sich leicht oberhalb des langfristigen Normalbandes. Auch wenn das Zinsniveau weiterhin niedrig bleibt, besteht kaum Spielraum für dauerhaft höhere Bewertungen. Vielmehr dürfte der Kursanstieg etwas geringer ausfallen als das Wachstum der Unternehmensgewinne. Für den **S&P 500** ergibt sich 2020 ein faires Bewertungsband von 2.500 bis 3.200 Punkten. Somit besteht **wenig Aufwärtspotenzial**. Die Erfahrung aus Wahlzyklen der letzten 90 Jahre stimmt ebenfalls verhalten. Unter republikanischen Präsidenten legte der S&P 500 in Wahljahren lediglich um

knapp 4 % zu, unter demokratischen Präsidenten dagegen um rund 12 %.

DAX – Gefangener der Globalisierung

Auch der DAX erlebte bislang ein überdurchschnittlich gutes Jahr. Bis zum Jahreswechsel 2018/2019 hatten Wachstumsängste zu Korrekturen von zwischenzeitlich mehr als 20 % geführt. Angesichts zunehmender **Zinssenkungshoffnungen** setzte bereits zu Jahresbeginn eine Erholung ein, auch wenn die Höchststände aus 2018 bislang nicht erreicht wurden. Die EZB hat inzwischen mit einer Zinssenkung und der Reaktivierung des Anleihekaufprogramms geliefert. Vermutlich kommt sogar noch ein Zinsschritt.

Was kann angesichts der Rückendeckung durch die Geldpolitik eigentlich schiefgehen? Lockere Geldpolitik alleine reicht nicht. Dies zeigt ein Blick ins Frühjahr 2015. Damals feierten die Anleger den Einstieg der EZB in das sogenannte Quantitative Easing. Von Januar bis April 2015 schoss der DAX um 26 % in die Höhe. Es folgte ein Einbruch bis Februar 2016 um fast 30 %, obwohl in diesem Zeitraum die Bilanzsumme der EZB durch Anleihekäufe kontinuierlich stieg. Letztendlich wurde dem DAX die zu hohe Bewertung zum Verhängnis.

Prognose Ende …	Q2/2020	Q4/2020
DAX	14.000	13.500
EURO STOXX 50	3.900	3.750
S&P 500	3.200	3.140

mehr Aktienmarktprognosen auf Seite 57
Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Auch diesmal ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis für die aktuelle Zyklusphase zu hoch. Schließlich stieg der **DAX rein bewertungsgetrieben**, während die Unternehmensgewinne unter der Schwäche des internationalen Handels leiden. Etwas Kursspielraum ergibt sich im Jahresverlauf 2020 durch eine Aufhellung der Wachstums- und Gewinnperspektiven.

> *Die Notenbanken haben geliefert. Jetzt muss die Konjunktur durchstarten, sonst wird es eng für Aktien!*

Dabei kommt es angesichts des hohen Offenheitsgrads der deutschen Volkswirtschaft und des beachtlichen Umsatzanteils der DAX-Unternehmen im Ausland insbesondere darauf an, dass der Vormarsch des Protektionismus gestoppt wird und der globale Handel seine Schwächephase hinter sich lässt. Da Aktien in diesem Zyklus aber schon ungewöhnlich früh damit begonnen haben, eine Konjunkturerholung vorwegzunehmen, ist das Aufwärtspotenzial überschaubar.

Im **Hauptszenario** bewegt sich der DAX überwiegend in der oberen Hälfte des fairen Bewertungsbandes von 10.500 bis 14.000 Punkten. Da Aktien häufig übertreiben, könnten sie nicht zuletzt aufgrund negativer Renditen bei Staatsanleihen zeitweilig durchaus die Bewertung weiter ausdehnen und den **DAX über 14.000** Punkte klettern lassen. Ähnlich wie 2015 sollte man sich für diesen Fall aber darauf einstellen, dass es dann relativ unvermittelt zu **Kursrücksetzern** kommen kann. Auf einem DAX-Niveau über 13.000 Punkten sind die Risiken stärker ausgeprägt als die Chancen.

Markus Reinwand, CFA

Gold

Strukturell aufgewertet

Gold glänzt im Rampenlicht. Sowohl Geld- als auch Fiskalpolitik sind die maßgeblichen Akteure, die dem Edelmetall zu einem Revival verholfen haben. Daran wird sich 2020 wenig ändern.

Die **geldpolitische Kehrtwende** wichtiger Notenbanken zum Jahreswechsel 2018/2019 ließ Gold aus der Seitwärtsspanne von gut 1.200 und 1.400 US-Dollar je Feinunze ausbrechen. Im Sommer 2019 wurde mit mehr als 1.500 US-Dollar der höchste Goldpreis seit 2013 erreicht. Seitdem schwankt er um diesen Wert.

Mit dem Abschied der Fed und der EZB von einem Normalisierungskurs vollzog sich ein beträchtlicher Renditerutsch. Inzwischen wird gut ein Viertel der weltweit ausstehenden Anleihen zu negativen Renditen gehandelt. Mit einem Schlag erhöhten sich die **Opportunitätskosten** für die sichere Alternative „Staatsanleihen". Im Gegenzug rückte **Gold ins Rampenlicht**. Das zinslose Gold ist ein sicherer Hafen in einer zinslosen Welt.

> *„Nach Golde drängt, am Golde hängt doch alles. Ach wir Armen!"*
> Johann Wolfgang von Goethe (1749–1832), „Faust"

Mit dem Sprung über die 1.500-Marke vollzog sich ein Paradigmenwechsel. Gold als Inflationsabsicherung ist nicht mehr gefragt, aber sehr wohl als **Absicherung gegen politische Risiken**. Diese resultieren aus einer strukturell zu expansiven Ausrichtung der Geldpolitik. Im Euroraum muss darüber hinaus die EZB der zögerlichen Fiskalpolitik den Rücken freihalten.

Prognose Ende …	Q2/2020	Q4/2020
Gold $/Unze	1.650	1.700
Gold €/Unze	1.375	1.360

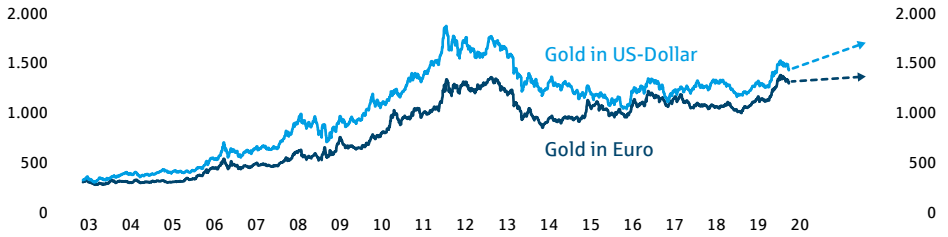
Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Insgesamt hat die Geldpolitik einen Teil ihrer Unabhängigkeit eingebüßt, was **Gold strukturell aufwertet**. Davon profitiert es auch 2020. Im Jahresverlauf dürfte das Edelmetall weitere Erfolge feiern und bis auf 1.700 US-Dollar je Unze steigen. In Euro kommt es aufgrund des Wechselkurses zu einer Seitwärtsbewegung entlang des diesjährigen Spitzenpreises von 1.400 Euro je Unze.

Claudia Windt

Gold bleibt gefragt

US-Dollar bzw. Euro je Unze



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Immobilien

Die Vorstellung geht weiter

Immobilien erfreuen sich einer unverändert großen Beliebtheit beim Anleger-Publikum. Für die große Immobilien-Show wird sich dank extrem niedriger Zinsen und einer sich belebenden Wirtschaft der Vorhang auch 2020 öffnen.

Der deutsche Immobilienmarkt blickt auf ein Jahrzehnt steigender Preise zurück. Auch für 2020 zeichnet sich **kein Ende des Aufschwungs** ab. Zu stark wirken die extrem niedrigen Zinsen, die der Assetklasse eine Hauptrolle zuweisen. Der hohen relativen Attraktivität gegenüber festverzinslichen Wertpapieren steht aber eine zunehmende absolute Bewertung gegenüber. Da in vielen Marktsegmenten wohl auch im kommenden Jahr die Kaufpreise stärker zulegen werden als die Mieten, nehmen die **Überbewertungen** zu. Auch wenn sich noch keine Trendwende abzeichnet, steigt damit tendenziell die Korrekturanfälligkeit von Immobilien.

Am gewerblichen Vermietungsmarkt könnte sich die jüngste konjunkturelle Schwäche zeitverzögert bemerkbar machen. So wird sich der Stellenaufbau 2020 in Deutschland erheblich verringern, allerdings wohl nicht zum Stillstand kommen. Für den Büromarkt bedeutet dies eine nachlassende Flächennachfrage, die bei unverändert moderater Bautätigkeit zu einem geringeren Anstieg der Büromieten in guten Lagen führen dürfte.

Bei den bereits sehr niedrigen Büroleerstandsraten rechnen wir nicht mit einem weiteren Rückgang. Einzelhandelsimmobilien sind strukturell durch den zunehmenden Onlinehandel belastet und werden sich auch 2020 schlechter als andere Marktsegmente entwickeln.

> *Die verfehlte Wohnungspolitik entwickelt sich immer mehr zum Belastungsfaktor.*

Keine Trendwende am Wohnungsmarkt

Die wesentlichen Treiber am Wohnungsmarkt gelten weiter: der Zuzug in die Ballungszentren, günstige Finanzierungsmöglichkeiten und eine zu geringe Bautätigkeit. Die Wohnungsbaugenehmigun-

gen lagen zuletzt unter dem Vorjahresstand und sprechen wie auch die sehr hohe Kapazitätsauslastung in der Baubranche gegen eine spürbar höhere Neubauaktivität. Die restriktive **Wohnungspolitik** mit verschärfter Mietpreisbremse, Mietendeckel in Berlin und der Diskussion über ähnliche Maßnahmen in anderen Städten trägt ebenfalls nicht dazu bei, mehr Wohnraum zu schaffen. Bestenfalls können damit 2020 insgesamt 300.000 Wohnungen fertiggestellt werden. Nach Jahren hoher Preissteigerungen in den Großstädten könnte sich die Dynamik stärker in deren Umland verlagern.

Immobilienfonds: Wichtige Akteure am Anlagemarkt

Die Performance offener Immobilienfonds in Deutschland wird durch weitere Aufwertungen von Immobilienobjekten getragen. Diese könnten allerdings 2020 wegen der erreichten Preisniveaus und der jüngsten konjunkturellen Schwäche etwas niedriger ausfallen. Die Nichtverzinsung liquider Mittel wird wie im Vorjahr die Renditen drücken. Insgesamt sind aber keine größeren Veränderungen in der Fondsperformance zu erwarten, so dass im Durchschnitt mit einer Jahresrendite um 2,5 % zu rechnen ist. Auch an den **hohen Nettomittelzuflüssen** dürfte sich bei unverändert hoher relativer Attraktivität der Fondskategorie wenig ändern. Neu aufgelegte Produkte können vermutlich etwas Druck von den etablierten Publikumsfonds nehmen. Angesichts bereits hoher Marktbewertungen und einem übersichtlichen Angebot an geeigneten Investmentobjekten ist es aber nicht einfach, ein Portfolio aus- oder aufzubauen.

Dr. Stefan Mitropoulos

Devisen

Abwärts mit dem US-Dollar?

Der robuste US-Dollar ärgert Präsident Trump. Jedoch besteht Hoffnung für ihn: Während längerfristig ohnehin einiges für eine Abwertung der US-Währung spricht, dürften konjunkturelle Lebenszeichen in der Eurozone das Bild drehen. Der Euro-Dollar-Kurs wird 2020 vermutlich steigen.

Egal wie sehr **Präsident Trump** über die Stärke der US-Währung jammert und das „Unvermögen" der eigenen Notenbank beklagt, ganz gleich wie die Überbewertung zunimmt, sich die US-Schuldenberge stapeln und das Handelsbilanzdefizit wächst – den Dollar kümmerte das recht wenig. Der Greenback legte 2019 gegenüber dem Euro und vielen anderen Währungen zu.

Eine **protektionistische Ausrichtung** der Handelspolitik geht gewöhnlich mit dem Wunsch nach einer schwächeren Währung einher. Donald Trumps Meinung findet in den USA auch in der Opposition Rückhalt. Währungsabwertungen wären eine Alternative zu Zollmaßnahmen. Sie würden Importe verteuern und die heimische Wirtschaft gegenüber dem Ausland preislich attraktiver machen. Der staatliche Einfluss auf frei konvertible Währungen ist jedoch eingeschränkt. Die finanziellen Mittel des US-Finanzministeriums sind begrenzt, die Notenbank folgt dem Präsidenten nicht blind. Gleichwohl könnte die Regierung auf die Stimmung am Devisenmarkt einwirken.

Langfristige Risiken für US-Währung

Die USA weisen derzeit ein erhöhtes Budgetdefizit sowie ein markantes, wenn auch nicht enormes Leistungsbilanzdefizit auf, weshalb sie ausländischer Kapitalzuflüsse bedürfen. Daher kann dieses **„Zwillingsdefizit"** den US-Dollar belasten. Zudem könnte die Instrumentalisierung des Greenback für politische Zwecke – Finanzsanktionen gegen einzelne Länder – dessen Attraktivität verringern. Daneben ist der **US-Dollar** schon seit längerem auf Basis von Kaufkraftparitäten oder realer Wechselkursindizes deutlich **überbewertet**.

Dollar verliert zyklischen Rückenwind

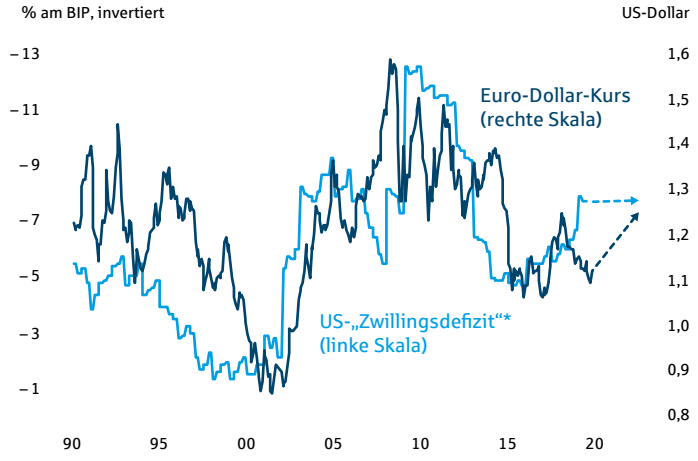
Diesen langfristig eher belastenden Faktoren standen bislang jedoch zyklische Vorteile gegenüber. Die US-Konjunktur hielt sich vergleichsweise robust, die US-Leitzinsen rentieren klar im positiven Bereich. Von den Folgen des selbst angezettelten Handelskonflikts können sich die USA allerdings nicht freimachen. Das US-Wachstum wird sich etwas verlangsamen. In der Eurozone hingegen ist der Abschwung schon weiter vorangeschritten, der US-Wachstumsvorteil dürfte 2020 schmelzen. Beide Notenbanken legten 2019 eine Kehrtwende ein. Das Zinssenkungspotenzial der EZB ist allerdings im Vergleich zur Fed begrenzt.

Der **US-Renditevorteil** gegenüber dem Euro ist bereits merklich **zurückgegangen** und signalisiert einen höheren Euro-Dollar-Kurs.

Den Euro belasteten 2019 zudem politische Faktoren. Mittlerweile ist das Italien-Problem in den Hintergrund getreten und ein Ende des Brexit-Dramas scheint greifbar. Dafür bergen die US-Präsidentschaftswahlen Unsicherheiten, unter denen der Dollar leiden könnte.

Da langfristig ohnehin einiges gegen den US-Dollar spricht und 2020 der zyklische sowie politische Rückenwind nachlässt, wird die US-Währung wohl nachgeben. Der **Euro-Dollar-Kurs** dürfte in Richtung 1,25 steigen. Darüber sollte Donald Trump dann nicht mehr jammern.

US-„Zwillingsdefizit" als Malus für Dollar



* Summe aus Leistungsbilanzsaldo und Budgetsaldo (US-Bund)

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Prognose Ende*...	Q2 / 2020	Q4 / 2020
US-Dollar	1,20	1,25
Japanischer Yen	125	127
Britisches Pfund	0,85	0,80
Schweizer Franken	1,10	1,15

* Kurs gg. Euro, mehr Devisenprognosen auf Seite 58
Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

> *„This is because the Euro and other currencies are devalued against the dollar, putting the U.S. at a big disadvantage. The Fed interest rate way too high, added to ridiculous quantitative tightening! They don't have a clue!"*
>
> Donald Trump, US-Präsident

Franken, Yen und Pfund

Ein steigender Euro-Dollar-Kurs spiegelt sich zum Teil gegenüber der Schweizer Währung wider. Ein stabileres konjunkturelles und politisches Umfeld könnte dem Euro auch gegenüber dem **Franken** helfen. Nach einer Seitwärtsbewegung dürfte der Euro-Franken-Kurs in Richtung 1,15 steigen. Der **Japanische Yen** wird von den Problemen der US-Währung vermutlich ebenfalls profitieren, gegenüber dem Euro aber ein wenig nachgeben. Das **Britische Pfund** ist günstig bewertet, zumal das Zinsniveau im Vergleich zur Eurozone erhöht ist. Wenn der britische EU-Austritt geordnet erfolgt und während der Verhandlungen über das zukünftige Verhältnis zur EU Verwerfungen ausbleiben, besteht hier Aufwertungspotenzial.

Christian Apelt, CFA

2 Länder und Regionen im Hauptszenario

Europäische Union

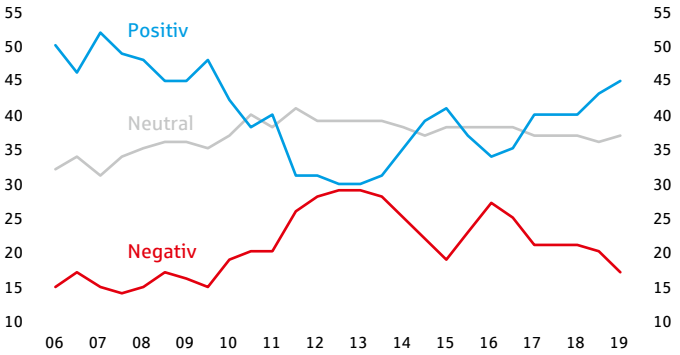
Start in die neue Spielzeit

Die EU hat ein turbulentes Jahr hinter – und vor sich. War 2019 das Jahr der Castings und der Rollenverteilung, so warten sowohl die EU-Bürger als auch die gespannte Weltöffentlichkeit auf die teils schon länger angekündigten Aufführungen.

Seit den Wahlen zum Europaparlament im vergangenen Mai dominieren die Vorbereitungen für den Brexit die EU-Berichterstattung. Mit der Neubesetzung der EU-Kommissare im November und dem voraussichtlichen Amtsantritt der neuen Kommission im Dezember werden die Rahmenbedingungen dafür geschaffen, dass sich die EU-Institutionen wieder stärker auf ihre eigentlichen Aufgaben konzentrieren können.

Die Erwartungen sind hoch

Einstellung zur EU, Umfrageergebnisse (Differenz zu 100 %: „weiß nicht"), %



Quellen: EU-Kommission (Eurobarometer), Helaba Volkswirtschaft / Research

Viele Themen warten

Die Herausforderungen auf EU-Ebene sind vielfältig, z. B. bei der Positionierung im Handelsstreit mit den USA sowie in der Weltwirtschaft, bei der Weiterentwicklung der Gemeinsamen Außen- und Sicherheitspolitik und der Haltung zum Thema Migration.

Eine weitere wichtige Aufgabe wird die Verabschiedung des **neuen Mehrjährigen Finanzrahmens** für die Jahre 2021 – 2027 sein, der ursprünglich noch vor der EU-Wahl beschlossen werden sollte. Mit der Abschaffung von Rabatten, geringeren Mitteln für die Kohäsions- und die Agrarpolitik sowie neuen Einnahmemöglichkeiten, z. B. aus dem Emissionshandel, sollen bei Brexit-bedingten Einnahmeausfällen die Weichen für den Haushalt neu gestellt werden, was die erforderliche Einstimmigkeit bislang erschwert. Der Prozess könnte sich noch bis weit ins Jahr 2020 hinziehen. Für Zündstoff sorgt zudem die geplante Verknüpfung von Auszahlungen und Rechtsstaatlichkeitskriterien.

Vertrauensvorschuss für die EU

Obwohl einiges in der EU länger auf sich warten lässt, bleibt das Publikum der Companie durchaus gewogen: Im jüngsten Eurobarometer gaben **45 % der befragten EU-Bürger an, ein eher positives Bild** von der EU zu haben, Tendenz steigend. Offenbar vertrauen sogar mehr Befragte der EU (44 %) als der eigenen Regierung (34 %). Dieses Vertrauen ist eine gute Grundlage für die Arbeit der neuen Kommission, gleichzeitig aber auch eine Verpflichtung, dem Vertrauen gerecht zu werden. Denn hinsichtlich der Zukunft der EU sind gut 60 % der Befragten optimistisch – so viele wie seit 2009 nicht mehr. So mancher wartet nun gespannt darauf, dass sich der Vorhang hebt.

Marion Dezenter

Deutschland

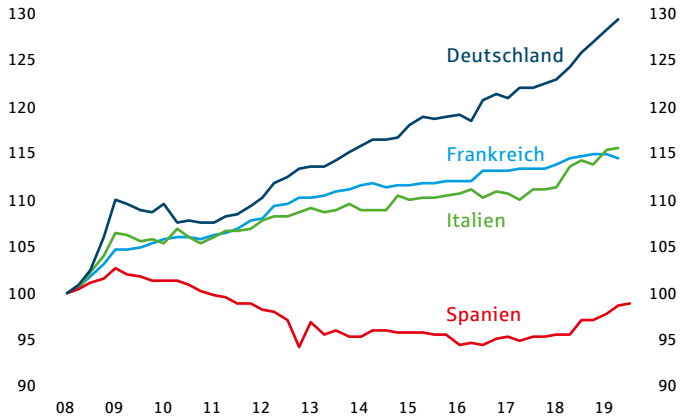
Happy End mit offenen Fragen

Deutschland steht vor einer zyklischen Erholung. Sie dürfte allerdings aufgrund struktureller Probleme nur moderat ausfallen. In den letzten Jahren wurden notwendige Reformen nur zögerlich angegangen. Die Wettbewerbsfähigkeit leidet.

Das deutsche **Wirtschaftswachstum** wird **2020** mit voraussichtlich kalenderbereinigt 1,0 % fast doppelt so hoch ausfallen wie 2019. Da das Jahr vier Arbeitstage mehr aufweist, liegt das tatsächliche Wirtschaftswachstum mit 1,4 % sogar noch höher. Der Gegenwind für die hierzulande wichtige Industrie sollte wegfallen. Die jüngsten Frühindikatoren stimmen hoffnungsvoll.

Deutschland wird teurer

Lohnstückkosten (Personenkonzept), Index Q1 2008 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Die Industrie spielt wieder mit.

Zu einem starken Aufschwung des **Verarbeitenden Gewerbes** wird es allerdings nicht kommen. Die Verunsicherung aufgrund des Zollstreits der USA mit China und mit Europa wird den Warenverkehr und die Investitionen weiterhin belasten. Das Brexit-Drama ist immer noch nicht beendet. Nach einer langen Vorstellung mit offenem Ausgang sind die Chancen auf ein Happy End allerdings gestiegen. Eine Normalität im Handel mit Großbritannien wäre wichtig: In das Land gehen zwar nur noch 6 % der deutschen Ausfuhren, gemessen am Ausfuhrüberschuss ist es allerdings knapp ein Fünftel.

Wettbewerbsfähigkeit in den Blick nehmen

Die Industrie ist mit **Schwierigkeiten** in der für Deutschland wichtigen **Automobilindustrie** konfrontiert. Die Branche steht für nahezu ein Viertel des Umsatzes im Verarbeitenden Gewerbe.

Sie leidet nicht nur an einer schwachen Nachfrage und den Handelsstreitigkeiten, sondern zugleich unter dem strukturellen Wandel weg vom Verbrennungsmotor. Aufgrund ihrer hohen Wettbewerbsfähigkeit hat sie aber gute Chancen, diese Veränderungen erfolgreich zu gestalten.

In den vergangenen Jahren sind die **Lohnstückkosten** in Deutschland erheblich stärker gestiegen als bei europäischen Konkurrenten. Deutlichen Lohnsteigerungen stand eine kaum zunehmende Beschäftigtenproduktivität gegenüber. Zudem hat die Wirtschaftspolitik zu wenig getan, um die Qualität des Standorts zu verbessern. Hier besteht Nachholbedarf. So würde die komplette Abschaffung des Solidaritätszuschlags gerade auch kleine und mittlere Unternehmen entlasten. Ein „altes" Problem sind die im internationalen Vergleich viel zu hohen Strompreise. Der Kohleausstieg dürfte dies noch verschärfen. Die im Klimapaket beschlossene Senkung der EEG-Umlage ab 2021 ist hier kaum ausreichend. Der Ausbau schneller Mobilfunknetze kommt zu langsam voran und bremst damit das Wachstum.

	2019s	2020p	2021p
Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vj.	0,6	1,4	1,6
BIP, kalenderbereinigt, real % gg. Vj.	0,6	1,0	1,6
Private Konsumausgaben, % gg. Vj.	1,4	1,5	1,6
Staatskonsum, % gg. Vj.	1,7	1,7	1,6
Bruttoanlageinvestitionen, % gg. Vj.	2,2	3,0	3,2
Ausrüstungsinvestitionen, % gg. Vj.	1,5	4,0	4,5
Bauinvestitionen, % gg. Vj.	2,7	2,0	2,0
Exporte, % gg. Vj.	1,0	4,5	4,0
Importe, % gg. Vj.	2,5	5,0	3,5
Inflationsrate, % gg. Vj.	1,5	1,6	1,9
Arbeitslosenquote*, %	5,0	4,9	4,8
Arbeitslose, Tsd.	2.280	2.250	2.200
Budgetsaldo, % des BIP	1,3	1,0	0,7
Leistungsbilanzsaldo, % des BIP	7,2	7,1	7,0

* der gesamten Erwerbspersonen; s = Schätzung, p = Prognose
Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Konsum und Bautätigkeit wachsen lebhaft

Die deutsche **Fiskalpolitik** bleibt mit einem Impuls von etwa 0,5 Prozentpunkten des Bruttoinlandsprodukts **leicht expansiv**. Erneut werden Grund- und Kinderfreibetrag angehoben und die Tarifeckwerte bei der Einkommensteuer verschoben. Sowohl investive Maßnahmen, z. B. für den Digitalpakt oder den Breitbandausbau, als auch das im September beschlossene Klimapaket führen zu positiven Effekten.

Diese Maßnahmen stimulieren auch den Konsum, der 2020 mit real rund 1,5 % erneut überdurchschnittlich expandieren dürfte. Obwohl sich die Frühindikatoren des **Arbeitsmarkts** eingetrübt haben, wird die Beschäftigung noch leicht zulegen. Während es im Verarbeitenden Gewerbe im Jahresdurchschnitt 2020 zu einem leichten Stellenabbau kommt, dürften die Wirtschaftszweige öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie Heime und Sozialwesen für einen weiteren Zuwachs sorgen.

Die Tariflohnerhöhungen, die 2019 etwa 3 % betrugen, dürften 2020 etwas schwächer ausfallen. Allerdings wird es Mitte des Jahres zu einer erneut **starken Rentenerhöhung** kommen. Den deutlichen Einkommenssteigerungen steht 2020 weiterhin eine

nur moderate Inflationsrate von 1,6 % gegenüber, so dass den Verbrauchern real mehr in der Tasche verbleibt. Die Sparquote dürfte auf dem Niveau des Vorjahres verharren.

> *Die jüngsten Beschlüsse zur energetischen Sanierung dürften die Nachfrage im Baugewerbe zusätzlich befeuern.*

Eine **sichere Bank** für die deutsche Konjunktur **bleibt die Bautätigkeit**. Die Investitionen in diesem Bereich dürften nach 2,5 % 2020 nochmals um 2,7 % zulegen. Dabei wird der Neubau an Fahrt verlieren, während der Ausbau dynamischer zulegt. Die Wohnungsbaugenehmigungen waren 2019 sogar rückläufig. Verantwortlich hierfür dürfte der Mangel an geeigneten Baugrundstücken, Personalmangel in den Behörden sowie die zunehmend negativ wirkende Wohnungspolitik sein.

Außergewöhnlich förderlich bleiben die Finanzierungsbedingungen, während es aufgrund der hohen Kapazitätsauslastung in allen Bausparten zu deutlichen Preissteigerungen kommt. Die Auftragsbestände im Wohnungsbau sind auf einem hohen Stand und die Auftragseingänge zweistellig gewachsen.

Die nach wie vor günstige Einnahmesituation der Gebietskörperschaften, auch der für den Bau wichtigen Kommunen, lassen die öffentlichen Bauinvestitionen weiter wachsen. In den kommenden Jahren stehen zudem zusätzliche Mittel, z. B. aus dem Kommunalinvestitionsförderungsfonds, zur Verfügung. Am wenigsten dynamisch dürfte 2020 der gewerbliche Bau expandieren. Impulse bekommt diese Sparte von den Investitionsplänen der Deutschen Bahn sowie vom Breitbandausbau.

Investitionsklima verbessert sich

Die Investitionszurückhaltung der Unternehmen zeigt sich bei den Ausrüstungen, die 2019 deutlich an Fahrt verloren haben. Im Umfeld von Handelsstreitigkeiten und Brexit sind exportorientierte Unternehmen vorsichtig. Die industrielle Kapazitätsauslastung ist bis zuletzt gesunken. 2020 sollte die Trendwende der weltweiten Industriekonjunktur zu einer allmählichen **Belebung der Investitionstätigkeit** im Inland führen.

Der Außenbeitrag belastet 2019 das Wirtschaftswachstum, da die Importe mit schätzungsweise 2,5 % deutlich stärker zulegen als die Exporte mit 1,0 %. Bei insgesamt günstigerer globaler Konjunktur dürfte 2020 die **Bremswirkung des Außenhandels wegfallen.** Die Exporte nach Großbritannien sind wegen Lagerschwankungen und Brexit-Unsicherheit 2019 um rund 4 % gesunken. Kommt es 2020 zum geregelten Brexit, dürften die Ausfuhren wieder zunehmen.

Trotz der Zollstreitigkeiten ist 2019 mehr in das für Deutschland wichtigste Abnahmeland USA exportiert worden. Sollten die immer wieder angedrohten Automobilzölle nicht in Kraft treten, dürfte sich diese Entwicklung fortsetzen. Deutsche Produkte sind dort weiterhin gefragt. Da sich die Konjunktur in der Eurozone erholt, dürften die deutschen Exporteure 2020 auch in diesem wichtigen „Heimatmarkt“ mehr verkaufen können.

Dr. Stefan Mütze

Spot an: Hessen, Thüringen, Nordrhein-Westfalen und Brandenburg

Die Auswahl der Bundesländer fokussiert auf die Kernregionen der Helaba.

Hessen 2020 am Aufschwung beteiligt

Der Flughafen Frankfurt ist ein guter Konjunkturindikator, weil er mit seinem hohen Frachtaufkommen in die globalen Handelsströme eingebunden ist. Die konjunkturelle Abschwächung zeigte sich hier Mitte 2018 und wurde 2019 nicht nur bei der Luftfracht deutlicher. Insgesamt dürfte das hessische **Wirtschaftswachstum** aber mit 0,8 % etwas höher als im Bundesdurchschnitt ausfallen: Die Industrieumsätze waren in den ersten acht Monaten gegenüber dem Vorjahr im Plus und der baugewerbliche Umsatz stieg kräftig. Einzel- und Großhandel konnten mit realen Umsatzzuwächsen aufwarten.

Dass die Unternehmen an eine wirtschaftliche Erholung glauben, zeigt sich an der **Beschäftigungsentwicklung**. Rückläufig ist nur die Leiharbeit. Bei allen anderen großen Wirtschaftsbereichen steigt die Mitarbeiterzahl. Das Tempo hat sich allerdings verringert. 2020 dürfte das hessische BIP zumindest im Bundesdurchschnitt von 1,4 % wachsen. Flughafen und Industrie profitieren von der weltweiten Konjunkturbelebung. Dienstleister sind bei Digitalisierungsprozessen in allen Branchen gefragt.

Enger Arbeitsmarkt in Thüringen

In den nächsten zwölf Jahren wird fast ein Viertel der Thüringer **Belegschaften in den Ruhestand** gehen. Diese Lücke lässt sich nicht durch heimische Arbeitskräfte schließen. Auch die konjunkturelle Verlangsamung 2019 sorgt hier kaum für Entspannung. Wirtschaftliche Schwächephasen sind aber oft Anlass, Produktionsstandorte zu überprüfen. Hierbei droht die Gefahr, dass Thüringer Fertigungsstätten aufgegeben werden, weil Unternehmen befürchten, dass sie nicht genug Arbeitskräfte gewinnen können. Deshalb ist es für das Bundesland wichtig, seine Attraktivität auch für ausländische Arbeitssuchende zu steigern.

Nimmt man die **Industrie** als Indikator für das Wachstum des BIP, dann sollte in Thüringen 2019 ein Wert nahe des Bundesdurchschnitts möglich sein – bot der Sektor doch bisher eine überdurchschnittliche Performance. Dies dürfte den schwächeren Impulsen aus den Dienstleistungsbranchen entgegenwirken, die angesichts der Demografie in weiten Teilen keine überdurch-

schnittliche Dynamik entwickeln. 2020 dürften ähnliche Aspekte eine Rolle spielen, so dass das gesamtdeutsche Wachstum für Thüringen die Obergrenze darstellt.

Verringerte Wachstumslücke in NRW

Die überdurchschnittliche Studierendendichte, die Qualität der Hochschulen sowie die Vielzahl von Patenten, Markenrechten und Designs sind eine **gute Basis für Unternehmertum** in Nordrhein-Westfalen (NRW). Start-ups sind keine Seltenheit und der Großraum Rhein-Ruhr bietet mit seinen breiten Konsumentenschichten und Unternehmen im Umbruch ein großes Experimentierfeld für Firmengründer. Die NRW-Kommunen haben mit den geplanten Ausgleichszahlungen für den Ausstieg aus der Kohleförderung die Chance, zusammen mit den Forschungseinrichtungen schlüssige Konzepte zu erarbeiten, um die finanziellen Mittel zielgerichtet einzusetzen.

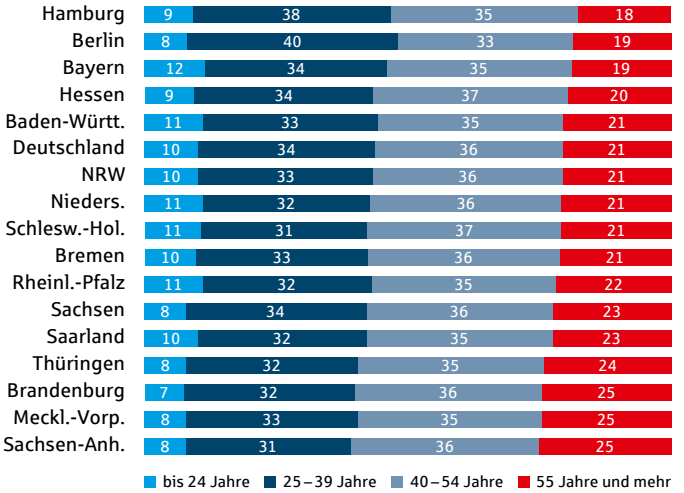
All diese Aktivitäten sind wirklich notwendig: Die unterdurchschnittliche Entwicklung der Industrie und der nur mittelmäßige Anstieg bei den Dienstleistern verursachen seit längerem einen **Rückgang der Wirtschaftskraft** in NRW insgesamt: Inzwischen liegt das Bundesland um 4 % unter dem gesamtdeutschen bzw. 8 % unter dem westdeutschen Niveau. Auch für 2019 zeichnet sich ein schwächeres Wachstum ab, verglichen mit dem Bundesdurchschnitt. 2020 müsste sich mit der weltwirtschaftlichen Belebung die Wachstumslücke wieder verringern.

Brandenburg: Flughafen-Ouvertüre 2020 beendet?

Mit Oktober 2020 zeichnet sich endlich ein Eröffnungstermin für den Flughafen Berlin-Brandenburg ab, wobei das genaue Datum noch in diesem Jahr bekannt gegeben werden soll. Allerdings ist unsicher, ob bis dahin das Zusatzterminal fertiggestellt wird.

Absehbarer Ruhestand für bis zu 25 % der Beschäftigten

Anteil der Altersgruppe an allen sozialversicherungspflichtig Beschäftigten in %, März 2019



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Helaba Volkswirtschaft / Research

Insofern steht die volle Kapazität bestenfalls 2021 zur Verfügung. Für das **Wirtschaftswachstum** 2020 dürften die Effekte aus der Aufnahme des Flugbetriebs deshalb überschaubar sein.

Die Wirtschaftsdaten für 2019 sprechen für ein zumindest durchschnittliches Wachstum, da sich die Umsätze in Industrie, Bau und Gastgewerbe überdurchschnittlich entwickeln. Das Umsatzwachstum des Einzelhandels blieb nur geringfügig unter dem Bundesdurchschnitt, während der Großhandel rückläufig war.

Barbara Bahadori

Frankreich

Applaus!

Frankreich expandiert seit 2018 **schneller als Deutschland**. 2019 dürfte mit 1,3 % gut das Doppelte des hiesigen Wachstums erreicht werden. 2020 kann mit 1,5 % gerechnet werden (Deutschland: 1,0 %). Ein nicht unerheblicher fiskalischer Impuls und die positiven Effekte der Macron'schen Reformpolitik tragen hierzu bei. Auf die Gelbwesten-Proteste hat die Regierung reagiert. Steuern und Abgaben wurden gesenkt und ein staatlicher Lohnzuschuss erhöht. Die Gesamtkosten belaufen sich auf etwa 17 Mrd. Euro. Im Budgetentwurf 2020 sind nochmals Steuerentlastungen von 10 Mrd. Euro enthalten, u. a. Senkungen bei der Wohn- und der Einkommensteuer. Die Körperschaftsteuer wird erneut reduziert.

Reformen zahlen sich aus

Erste **Reformschritte** hatte es bereits während der Präsidentschaft François Hollandes mit der Liberalisierung von Dienstleistungsbranchen und der Senkung von Steuern gegeben. Unter Emmanuel Macron wurden bislang Erleichterungen im französischen Arbeitsrecht durchgesetzt. In der Berufsausbildung wird den Unternehmen nun mehr Raum gewährt. Zusätzlich sind Überstunden von Steuern und Sozialabgaben für die Arbeitnehmer befreit worden. Unternehmenssteuern und Sozialabgaben wurden gesenkt und die Vermögensteuer auf eine reine Immobiliensteuer reduziert. Bürokratische Hürden sind verringert worden.

	2019s	2020p	2021p
BIP, real % gg. Vj.	1,3	1,5	1,6
Inflationsrate, % gg. Vj.	1,2	1,3	1,6
Arbeitslosenquote, %	8,5	8,0	7,4

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

Die französischen Lohnsätze nehmen seit Jahren langsamer zu als in Deutschland, was den Anstieg der Lohnstückkosten dort bremst. Insgesamt hat sich die **Wettbewerbsfähigkeit** der

französischen Wirtschaft durch die Maßnahmen **verbessert**. Frankreichs positive Entwicklung resultiert aktuell allerdings auch aus der geringen Bedeutung des Verarbeitenden Gewerbes.

Die fiskalischen Maßnahmen und ein steuerlicher Sondereffekt tragen dazu bei, dass Frankreich die europäische Defizitgrenze von 3 % des BIP 2019 nicht einhält, nachdem dies in den beiden Vorjahren gelungen war. Im Folgejahr soll der Fehlbetrag bei 2,2 % liegen. Immerhin stützen die **Fiskalpolitik** sowie moderat steigende Tariflöhne und Beschäftigung die privaten Konsumausgaben. Diese dürften auch 2020 wie das Bruttoinlandsprodukt zulegen. Die Unternehmensinvestitionen expandieren moderat und der Außenhandel sollte 2020 nicht mehr bremsen. Denn aufgrund der Belebung des Welthandels kann das Exportwachstum dann an die Importsteigerungen heranreichen.

Dr. Stefan Mütze

Italien

Keine Änderung des Programms

Italien leidet 2019 wie andere Länder unter einer zyklischen Abschwächung. Im Gesamtjahr dürfte die Wirtschaftsleistung kaum steigen. Auch für 2020 ist nur ein Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Leistung von 0,8 % zu erwarten. Wichtiger ist allerdings die **langfristige Wachstumsschwäche** des Landes: Seit der Einführung des Euro 1999 ist das Bruttoinlandsprodukt gerade mal um preisbereinigt 9 % gestiegen. Das Land verfehlte damit deutlich den Wert der Eurozone von rund einem Drittel.

	2019s	2020p	2021p
BIP, real % gg. Vj.	0,2	0,8	1,2
Inflationsrate, % gg. Vj.	0,6	0,8	1,1
Arbeitslosenquote, %	9,9	9,5	9,1

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

Die Ursache hierfür sind tiefgreifende **strukturelle Probleme**, die zur Produktivitätsschwäche beitragen. Es ist kaum zu erwarten, dass die neue Regierung unter Ministerpräsident Conte diese angehen wird. Wichtig wäre die Verbesserung der Rahmenbedingungen für Investitionen. Hierzu gehören neben verstärkten Bildungsanstrengungen eine effizientere Bürokratie, ein schnelleres Rechtssystem und der Abbau von Regulierungen in Dienstleistungsbereichen.

Die erste Regierung Conte hatte sich stattdessen auf die Erhöhung von Transfers zur Stimulierung des Konsums konzentriert. Maßnahmen wie das neu eingeführte Bürgereinkommen führen zwar auch 2020 zu einem positiven Fiskalimpuls. Die Staatsverschuldung von rund 135 % des Bruttoinlandsprodukts dürfte allerdings nicht sinken. Teuer und wachstumshemmend ist zudem die Rentenreform, mit der das Renteneintrittsalter herabgesetzt wurde.

Die zweite Regierung Conte strebt nun an, die eigentlich für Januar 2020 geplante Mehrwertsteuererhöhung zu vermeiden. Diese war 2018 als „Garantieklausel“ gegenüber der EU-Kommission genutzt worden, um die Sorge vor steigenden Defiziten zu zerstreuen. Der Verzicht auf diese Maßnahme belastet den Haushalt 2020 um 23 Mrd. Euro. Hinzu kommen Mehrausgaben von rund 7 Mrd. Euro. Das Haushaltsdefizit dürfte voraussichtlich bei

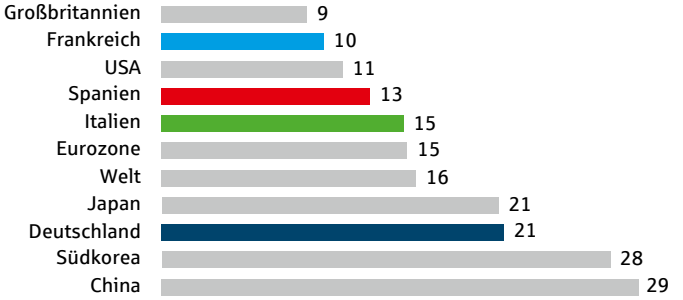
2,4 % verharren. Mit einer erneuten Beunruhigung an den Märkten und deutlich anziehenden Zinsen für italienische Staatsanleihen ist jedoch nicht zu rechnen.

Eine Konjunkturüberraschung wird nicht aus dem Hut gezaubert.

Trotz der expansiven Fiskalpolitik werden die **privaten Konsumausgaben** 2020 nur **unterdurchschnittlich** zulegen. Sowohl Löhne als auch Beschäftigung steigen kaum. Die Sparquote ist gesunken. Ausgehend von den erreichten 10 % dürfte sie kaum variieren. Die sich verbessernde Weltkonjunktur wird die Ausfuhrtätigkeit zwar stimulieren, aufgrund deutlicher Importsteigerungen dürfte der Außenhandel insgesamt allerdings nicht zum Wachstum beitragen. Die Investitionen legen auch 2020 zu. Das Geschäftsklima in der Bauwirtschaft bleibt optimistisch. Die Kapitalbildung der Unternehmen wird voraussichtlich nur moderat wachsen. Eine zusätzliche steuerliche Förderung ist nicht zu erwarten.

Industrie mit Nebenrolle in vielen Volkswirtschaften

Anteil des Verarbeitenden Gewerbes am BIP 2017, %



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Research

Dr. Stefan Mütze

Spanien

Weniger Dynamik

Spanien hat am 10. November 2019 zum vierten Mal in vier Jahren gewählt. Ob diesmal eine mehrheitsfähige Regierung gebildet werden kann und der **Reformstillstand** endet, ist abzuwarten. Die Phase der Unsicherheit belastet das Wirtschaftswachstum; die **Dynamik lässt nach**. Obwohl Spanien auch 2020 mit 1,8 % (2019: 2,0 %) stärker expandieren dürfte als die

Eurozone, bleiben wirtschaftspolitische Baustellen. Die Arbeitslosigkeit ist mit gut 14 % immer noch hoch. Reformen am Arbeitsmarkt sind erforderlich, um sie weiter zu verringern und die große Zahl der befristeten Einstellungen zu reduzieren. Das Schul- und Ausbildungssystem muss weiterentwickelt werden.

Eine wichtige Aufgabe der nächsten Regierung ist die Sanierung des defizitären Rentensystems. Zudem hat die EU-Kommission **Zweifel am Budgetplan** 2020 geäußert. So liegt der Schuldenstand des Staates mit knapp 98 % des Bruttoinlandsprodukts deutlich über den eigentlich erlaubten 60 %. Er ist trotz des hohen Wachstums der letzten Jahre und der immer weiter gesunkenen Kapitalmarktzinsen nur wenig zurückgegangen. Unklar bleibt, ob sich die Lage in Katalonien nachhaltig beruhigt.

Vorstellung muss Konsumenten überzeugen

Die Abschwächung des spanischen Wirtschaftswachstums kommt u. a. von den privaten Konsumausgaben, die 2019 unterdurchschnittlich zulegten. Die Verbraucher erhöhten ihre Sparleistung. Da sich gleichzeitig das **Konsumklima auf hohem Niveau** nicht nennenswert verändert hat, scheint es sich nicht um eine Trendwende zu handeln. Die Löhne und Gehälter sind 2019 deutlich angehoben worden, nicht zuletzt weil es zu einem starken Anstieg des Mindestlohns kam. Obwohl sich dies 2020 nicht wiederholt, dürften die Lohnzuwächse mit knapp 2 % nur etwas schwächer ausfallen und deutlich über der Inflationsrate von 1 % liegen. Trotz der geringeren Dynamik der spanischen Volkswirtschaft steigt die Beschäftigung um etwa 2 %. Nach nur gut 1 % dürfte der Konsum 2020 um knapp 2 % zulegen.

	2019s	2020p	2021p
BIP, real % gg. Vj.	2,0	1,8	1,8
Inflationsrate, % gg. Vj.	0,8	1,0	1,3
Arbeitslosenquote, %	14,2	13,6	12,4

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

Moderate Impulse werden zudem von den Ausrüstungen und der Bautätigkeit ausgehen. Zu einer Belastung ist zwar jüngst der für Spanien wichtige Tourismus geworden. Mitverursacht durch die Insolvenz eines großen Anbieters sind die Touristenzahlen im Herbst gesunken. Hier sollte es jedoch 2020 zu einer Gegenbewegung kommen. Im Umfeld einer wieder lebhafteren Weltwirtschaft werden die Exporte deutlicher zulegen. Aufgrund der dynamischeren Binnennachfrage gilt dies allerdings auch für die Importe, so dass der spanische Außenhandel 2020 kaum zum Wirtschaftswachstum beiträgt.

Dr. Stefan Mütze

Schweden

Solider Auftritt

Das schwedische Wirtschaftswachstum hat sich 2019 deutlich abgeschwächt, da die bis Ende 2018 sinkenden Immobilienpreise den Konsum gedämpft haben. 2020 dürfte das Land jedoch einen solideren Auftritt zeigen, auch weil die Hauspreise wieder steigen.

Die schwedische Konjunktur kam 2019 durch einen schwachen Konsum und gesunkene Investitionen aus dem Tritt. Wenngleich auch die Dynamik bei den Nettoexporten nachgelassen hat, stützten diese das Wachstum merklich. In den ersten Monaten kommenden Jahres dürfte die Konjunktur noch etwas wackelig erscheinen, bevor Schweden auf der Konjunkturbühne wieder an Attraktivität gewinnt. Mit einem Wirtschaftswachstum von 1,7 % kann das Land 2020 im Vergleich zu anderen europäischen Ländern eine ansehnliche Performance erzielen. Dazu tragen eine Entspannung im Handelskonflikt sowie eine Stimmungsverbesserung bei den Konsumenten und in der Industrie bei. Die **Exporte** sind 2020 erneut ein **Pfeiler des Wachstums**.

	2019s	2020p	2021p
BIP, real % gg. Vj.	1,6	1,7	1,8
Inflationsrate, % gg. Vj.	1,8	1,5	1,8
Arbeitslosenquote, %	6,5	6,7	6,5

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

Bausektor mit Potenzial

Die **Bruttoanlageinvestitionen** sollten nach der Schwäche 2019 einen **positiven Wachstumsbeitrag** leisten, der vor allem von der Bautätigkeit ausgeht. Wieder steigende Häuserpreise dürften zu mehr Baubeginnen führen, zumal in den Ballungsgebieten Schwedens nach wie vor eine große Knappheit an bezahlbarem Wohnraum herrscht.

Die Umfragewerte der schwedischen Bevölkerung zu den beabsichtigten, größeren Käufen steigen seit geraumer Zeit, so dass sich die Perspektive für den Einzelhandel verbessert. Nach dem jüngsten Anstieg der Arbeitslosenquote spricht die wirtschaftliche Gemengelage für eine leichte Verschlechterung am **Arbeitsmarkt**. Dementsprechend fallen die Lohnsteigerungen mit rund 2 % nur moderat aus.

Riksbank setzt Niedrigzinspolitik fort

Die schwedische Nationalbank stellt ein Ende der Negativzinsen in Aussicht. Ein Zinsschritt erscheint möglich, da der Außenwert der Schwedenkrone historisch schwach ist. In Anbetracht des konjunkturellen Umfelds und einer Inflationsrate, die 2020 mit 1,5 % unter dem Ziel von 2 % bleibt, wird die Riksbank aber keinen echten Zinserhöhungszyklus beginnen.

Patrick Boldt

Polen, Tschechien, Ungarn

Die Spannung steigt

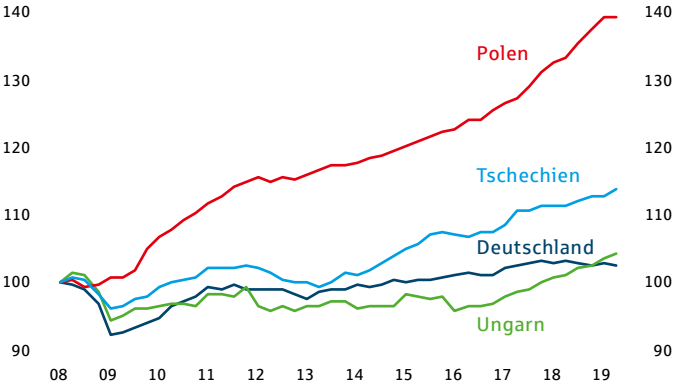
Nach einer Phase sehr dynamischen Wachstums wird es 2020 interessant: Können Polen, Tschechien und Ungarn weiterhin oberhalb des EU-Levels zulegen? Inwieweit werden sie von der jüngsten Schwäche in der EU und den Problemen in der Automobilbranche beeinträchtigt? Auch politisch steigt die Spannung, zumal die Verhandlungen zum Mehrjährigen Finanzrahmen für 2021 bis 2027 in die heiße Phase gehen.

Politik am Puls der Wählerschaft

In den drei Ländern wird die Inlandsnachfrage die zentrale Rolle für das Wirtschaftswachstum spielen. Dafür greifen die Regierungen zum Teil tief in die öffentlichen Taschen: Ungarn stellt umfangreiche **Beihilfen für Familien** bereit und beteiligt sich am Haus- und Autokauf. Polen hat das Familienprogramm 500+ nochmals ausgeweitet. Ebenso wie mit den geplanten Extras für Rentner werden damit Wahlversprechen eingelöst. In Tschechien, wo 2021 gewählt wird, steigen unter anderem die Renten, das Elterngeld und die Gehälter im öffentlichen Dienst.

Technologie als Chance

Reale Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigem, saison- u. kalenderbereinigt, Index Q1 2008 = 100



Quellen: Eurostat, Helaba Volkswirtschaft / Research

Die noch immer engen Arbeitsmärkte werden durch Zuwanderung nur wenig entlastet. Wiederholte kräftige **Lohnsteigerungen** und Maßnahmen wie die Lohnsteuerbefreiung junger Arbeitnehmer in Polen wirken dem Trend zur Abwanderung entgegen. Zusätzlich begünstigt der Fachkräftemangel Investitionen, die durch eine stärkere Automatisierung Personal einsparen helfen.

Neueste Technologien als Chance

Gleichzeitig profitieren die drei zentralosteuropäischen Länder davon, dass die Industrie aktuellste technische Entwicklungen zum Einsatz bringt, wie eine Full-Flex-Produktionsstätte in

	2019s	2020p	2021p	2019s	2020p	2021p	2019s	2020p	2021p
BIP, real % gg. Vj.	4,2	3,3	3,4	2,6	2,4	2,5	4,8	2,9	2,9
Inflationsrate, % gg. Vj.	2,2	2,7	2,5	2,7	2,4	2,2	3,3	2,9	2,8
Arbeitslosenquote, %	5,5	5,7	5,6	2,8	2,9	2,9	3,4	3,5	3,5

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

Ungarn oder ein CO_2-neutrales Motorenwerk in Polen. Mit **Unternehmenssteuern deutlich unterhalb des deutschen Levels** und öffentlichen Zuschüssen wird Investoren der rote Teppich ausgerollt.

> *Der Fachkräftemangel begünstigt Investitionen, die durch eine stärkere Automatisierung Personal einsparen helfen.*

Die Produktivität in Polen, aber auch in Tschechien und Ungarn macht gegenüber Deutschland und der EU markante Fortschritte, auch wenn absolut gesehen noch Aufholbedarf besteht und die Lohnentwicklung das Bild relativiert.

Expansive Politik stützt

Nach den großzügigen Wahlgeschenken für Familien und Senioren ist angesichts der im Mai 2020 anstehenden Präsidentschaftswahl ein Kurswechsel in Polen nicht zu erwarten. Auch in Ungarn und in Tschechien dürften Wachstums- vor Sparzielen Priorität haben. Die **Geldpolitik bleibt in Polen und Ungarn expansiv**, während die tschechische Notenbank seit 2017 mehrfach den Leitzins angehoben hat und mittlerweile auf einem im Vergleich zur Eurozone hohen Niveau von 2 % angekommen ist.

Die Zentralbanken sind in der Zwickmühle, einerseits dem internationalen Niedrigzinstrend zu folgen, schon um eine Aufwertung zu vermeiden, die die Exporte gefährden könnte. Andererseits bewegt sich die Inflation in allen drei Ländern nahe, teils oberhalb der jeweiligen Inflationsziele. Die **wahrscheinlichste Variante ist daher „wait and see“**. Vor diesem Hintergrund werden insbesondere Forint und Zloty volatil bleiben, während der höhere Leitzins die tschechische Krone stabilisiert.

Auch wenn Polen, Tschechien und Ungarn 2020 weiter oberhalb des EU-Durchschnitts wachsen, sollte dies nicht über **ungelöste Probleme** hinwegtäuschen: Weder wurden im Boom tragfähige Lösungsansätze für die Demografieprobleme und den Fachkräftemangel entwickelt, noch lassen die Wahlausgänge in Polen und Ungarn auf Fortschritte beim Thema Rechtsstaatlichkeit hoffen. Ob die EU hier nach Klärung der Brexit-Modalitäten noch Langmut beweist, wird sich u. a. daran zeigen, wie die Auszahlungsbedingungen für EU-Fördermittel künftig gestaltet werden. Nicht nur in den betroffenen Ländern ist man gespannt.

Marion Dezenter

Großbritannien

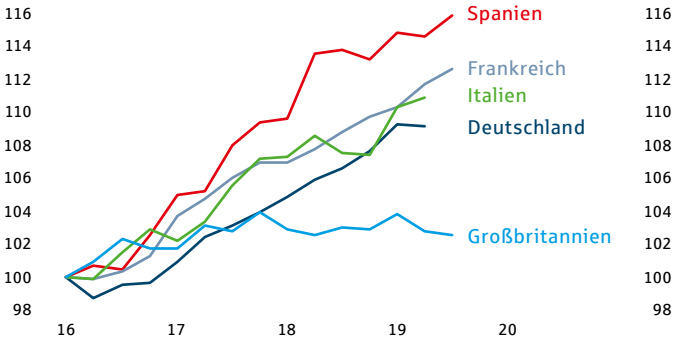
Nächster Akt im Brexit-Drama

Die politischen Wirren um den EU-Austritt haben Großbritannien im Griff. Die Konjunktur leidet zwar darunter, bricht aber nicht ein. Mit einer geordneten, dauerhaften Brexit-Lösung werden sich die wirtschaftlichen Perspektiven allmählich wieder aufhellen.

Wer führt im großen Brexit-Drama Regie? Ist es Shakespeare oder eher Monty Python? Ist es eine Tragödie oder eine Komödie? Das Publikum erhält Zugaben, auf die es wohl lieber verzichten würde. Zumindest könnte sich der erste Akt tatsächlich dem Ende zuneigen. Ein **neues Austrittsabkommen** zwischen der EU und der britischen Regierung steht zur Abstimmung bereit, nur das britische Unterhaus ziert sich noch und wartet auf Neuwahlen.

Brexit lähmt britische Investitionen

Bruttoanlageinvestitionen, Index Q1 2016 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Premierminister Johnson hat realistische Chancen, dass seine Konservative Partei die **Unterhauswahlen** gewinnt. In diesem Fall wird er voraussichtlich seinen eigenen Deal durch das Parlament bringen. Sollte Johnson die Mehrheit bei der Wahl verfehlen, könnte das Parlament gelähmt bleiben: Von weiteren Fristverlängerungen, einem Deal oder einem ungeordneten Austritt wäre nichts auszuschließen. Den Brexit grundsätzlich in Frage stellen würde nur ein Wahlsieg der Opposition, der aber weniger wahrscheinlich ist. Diese könnte dann ein zweites Referendum beschließen.

> *„Ich habe meine Katze ‚Brexit' getauft. Sie weckt mich mit höllischem Miauen auf, weil sie raus will. Aber sobald ich die Tür öffne, bleibt sie unentschlossen sitzen und wirft mir einen düsteren Blick zu, wenn ich sie hinaussetze."*
>
> Nathalie Loiseau, französische Ministerin für europäische Angelegenheiten

Zukünftiges Verhältnis

Wenn der EU-Austritt – mutmaßlich am 31. Januar – vollzogen wird, ist das Thema keinesfalls erledigt. Denn während der anschließenden Übergangsphase sollen die Modalitäten für das **zukünftige Verhältnis** der Briten zur EU ausgehandelt werden. Eine konservative Regierung präferiert – anders als die Oppositionsparteien – ein Freihandelsabkommen mit einer eher lockeren Bindung an die EU. Die Briten könnten dann eigene Handelsverträge abschließen. Unterschiedliche regulatorische Standards bzw. Zölle würden jedoch vermehrt Grenzkontrollen erfordern. Die Verhandlungen werden sich als schwierig erweisen, so dass die Übergangsphase vermutlich über 2020 hinaus verlängert werden muss. Ohne ein Abkommen oder eine Fristverlängerung würde erneut die Umstellung des EU-Handels auf WTO-Basis drohen.

Großbritannien

	2019s	2020p	2021p
BIP, real % gg. Vj.	1,3	1,0	1,5
Inflationsrate, % gg. Vj.	1,8	1,7	2,0
Arbeitslosenquote, %	3,9	4,1	4,2

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

Zähes Wachstum

Gemessen am politischen Chaos schlägt sich die Konjunktur wacker. Das Wachstum hat zwar seit dem EU-Referendum deutlich nachgelassen, die befürchtete Rezession ist aber ausgeblieben. Ohne die Brexit-Unsicherheiten hätte die britische Wirtschaft dennoch zweifellos stärker zugelegt.

Am deutlichsten schlägt sich der Brexit bei den **Investitionen** nieder, die seit 2016 nur geringfügig gewachsen sind – anders als in der Eurozone. Das magere Wachstum wurde vor allem vom Wohnungsbau getragen, die Ausrüstungsinvestitionen stagnierten. Da nach einem geordneten EU-Austritt noch **Unsicherheiten** über das zukünftige Verhältnis bestehen, bleiben die Unternehmen vorerst gehemmt. Erst sehr allmählich bzw. mit wachsendem Nachholbedarf wird sich die Investitionsbereitschaft steigern.

Der private Konsum hat sich ebenfalls verlangsamt, stützt aber insgesamt das Wachstum. Der sehr solide Arbeitsmarkt inklusive steigender Löhne hebt die Einkommen. Der Staat hat wieder mehr Spielraum und wird diesen wohl einsetzen. Die Exportaussichten werden sich leicht aufhellen. Insgesamt dürfte das Bruttoinlandsprodukt 2020 mit 1,0 % etwas weniger als 2019 (1,3 %) wachsen. Immerhin wird sich die konjunkturelle Dynamik im Jahresverlauf verbessern.

Bank of England wartet ab

Die **Inflation** dürfte sich etwas unterhalb der Marke von 2 % bewegen. Der enge Arbeitsmarkt und die deutlichen Lohnzuwächse halten die Teuerung vergleichsweise hoch. Die Bank of England dürfte dennoch ihre abwartende Haltung 2020 beibehalten und den Leitzins bei 0,75 % belassen. Schließlich sprechen das mäßige Wachstum sowie die noch nicht überwundenen politischen Unsicherheiten dafür.

Das **Pfund Sterling** könnte von den – im Vergleich zu Fed und EZB – stabilen Zinsen profitieren und gegenüber dem Euro und vor allem dem US-Dollar aufwerten, wenn die Politik mitspielt.

Christian Apelt, CFA

USA

Laienspiel in Washington – die Fortsetzung?

Am Broadway ist „Hamilton“ derzeit eines der erfolgreichsten Musicals. Es handelt vom Leben Alexander Hamiltons, der als erster US-Finanzminister den heute weltweit größten Markt für Staatsanleihen begründete und damit als Vater des US-Finanzmarktes gilt. Das wiederholte Drama um „government shutdown“, Schuldenobergrenze und einen möglichen partiellen Zahlungsausfall der US-Regierung hätte ihn sicher erstaunt. Überhaupt würde dieser „founding father“ auf den aktuellen Präsidenten wohl entsetzt reagieren. Nur in einem Punkt hätte er mit Donald Trump übereingestimmt: Hamilton war der Meinung, dass die USA ihre „Manufakturen“ mit Zöllen vor ausländischer Konkurrenz schützen solle.

Mit genau einer solchen protektionistischen Politik hat Trump die US-Wirtschaft aber an den Rand einer Rezession gesteuert. Statt dem von ihm versprochenen Boom mit Wachstumsraten von 3 %, 4 % oder noch mehr, begann ziemlich schnell nach dem unmittelbaren Effekt seiner Steuersenkung Ende 2017 ein Abschwung. Vor allem der von Trump und seiner Regierung angekündigte Investitionsschub blieb aus. Zuletzt befanden sich die realen Ausrüstungsinvestitionen im Rückwärtsgang. Im Nachhinein war 2019 ein Jahr, in dem das Szenario vieler Ökonomen für 2017, also für das erste Amtsjahr Trumps, verspätet eintrat. Wie andere auch hatten wir damals mit erheblicher Verunsicherung an den Finanzmärkten und bei Unternehmen gerechnet, nicht zuletzt wegen seiner Attacken auf die weltweit wichtigste bilaterale Handelsbeziehung, jene zwischen den USA und China.

Nun grassieren Rezessionsängste. Richtig ist, dass in vergangenen Zyklen die 2 %-Marke so etwas wie eine „magische Grenze“ war: Wenn das Wachstum darunter fiel, verlor die Wirtschaft den Auftrieb und schmierte in eine Rezession ab. Dies war aber in Zeiten eines höheren Trendwachstums. Vor der Finanzkrise war der Trend bei 2,5 % bis 3,5 %. Heute ist **2 % die neue Normalität** und kein Anlass zur Panik. Aktuell dürfte die Schwelle, ab der die Alarmglocken klingeln sollten („stall speed“), bei rund 1 % liegen. Davon werden wir auch 2020 deutlich entfernt sein. Im Jahresdurchschnitt sollte der Zuwachs des realen Bruttoinlandsproduktes bei 2 % liegen, nach 2,3 % im Jahr 2019.

> *„Our economy is the envy of the world. Perhaps the greatest economy we've had in the history of our country."*
> Donald Trump, US-Präsident

Verglichen mit Deutschland und China sind die USA in diesem Minizyklus ein Nachzügler. Der Abschwung setzte dank des finanzpolitischen Stimulus von Anfang 2018 deutlich später ein. Auch die **Erholung** wird wohl etwas **schleppender** ausfallen.

	2019s	2020p	2021p
Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vj.	2,3	2,0	2,5
Private Konsumausgaben, % gg. Vj.	2,6	2,4	2,7
Staatsausgaben, % gg. Vj.	2,4	2,6	0,9
Bruttoanlageinvestitionen, % gg. Vj.	2,4	2,0	4,8
Ausrüstungsinvestitionen, % gg. Vj.	1,5	1,4	5,6
Wohnungsbauinvestitionen, % gg. Vj.	– 1,7	1,6	4,0
Exporte, % gg. Vj.	0,0	1,8	3,4
Importe, % gg. Vj.	1,8	3,4	4,7
Inflationsrate, % gg. Vj.	1,8	2,0	2,0
ohne Energie u. Nahrungsmittel, % gg. Vj.	2,2	2,3	2,0
Arbeitslosenquote, %	3,7	3,7	3,6
Budgetsaldo (Federal)*, % des BIP	– 5,2	– 5,2	– 4,6
Leistungsbilanzsaldo, % des BIP	– 2,5	– 2,5	– 2,7

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

Zwar ist die US-Wirtschaft, verglichen mit den beiden anderen Ländern, eher geschlossen. Aber die negativen Einflüsse der Politik gehen hier über den Handelsstreit mit China und der EU hinaus.

So ist für US-Unternehmen vor allem die Zukunft der **Nordamerikanischen Freihandelszone** von enormer Bedeutung. Hier ist kein Ende der Unsicherheit absehbar: Im Kongress hat der von Trump ausgehandelte Nachfolgevertrag derzeit kaum Chancen. Die plötzliche Androhung Trumps im Sommer 2019, alle mexikanischen Waren mit Strafzöllen zu belegen, wenn Mexiko sich in der Einwanderungspolitik nicht gefügig zeigt, stellt den Wert der Abmachung grundsätzlich in Frage. Im Herbst war aus dem Weißen Haus zu hören, dass man wohl ernsthaft über direkte Vorgaben für die Automobilindustrie nachdenkt, wo die Fertigung stattzufinden hat.

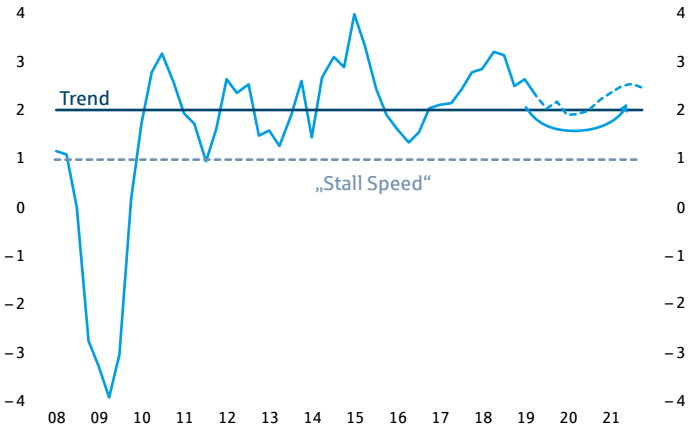
Erholung trotz Trump

Vor diesem Hintergrund rechnen wir auf kurze Sicht nicht mit deutlich höheren Wachstumsraten. Die Rezessionsängste sollten sich aber verflüchtigen, wenn die Frühindikatoren nach oben drehen und das **Wachstum im Bereich 1,5 % bis 2 %** bleibt. Da das Verhältnis mit China und die Lage im Außenhandel trotz der unterstellten gewissen Entspannung nicht wieder an die Zeit vor 2018 anknüpfen werden, sind kräftige Konjunkturimpulse von dieser Seite für die USA unwahrscheinlich. Die US-Konjunktur sollte aber 2020 zunehmend von der geldpolitischen Lockerung des Vorjahres profitieren.

Von der **Fiskalpolitik** erwarten wir hingegen kaum Impulse. Der Wahlkampf wird eine für größere Maßnahmen erforderliche Kooperation der Demokraten mit Donald Trump praktisch unmöglich machen. Schon jetzt ist das Verhältnis zwischen der demokratischen Führung im Kongress und dem US-Präsidenten so schlecht wie selten zuvor. Mit dem 2019 getroffenen Haus-

USA: Expansion geht weiter

Reales BIP, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

haltskompromiss entfällt zwar die eigentlich für 2020 vorgesehene automatische Konsolidierung. Dies hat aber den negativen Effekt, dass das Haushaltsdefizit mit über 5 % am BIP erneut sehr hoch ausfällt – und dies vor dem Hintergrund einer sowieso schon historisch hohen Schuldenlast sowie kommender erheblicher demografischer Belastungen für die Sozialsysteme.

Inflation im grünen Bereich

Selbst mit „Hilfe“ der gestiegenen Einfuhrzölle auf viele chinesische Güter ist die **Teuerung** nicht nach oben ausgebrochen. Das verhaltene Niveau des Ölpreises dämpft. Wir erwarten, dass die Verbraucherpreise 2020 insgesamt um rund 2 % steigen. Die Kernrate sollte angesichts der unvermindert hohen Auslastung des Arbeitsmarktes und der noch zu erwartenden verzögerten Wirkung der Strafzölle über der Gesamtrate liegen. Auch wenn wir für 2020 eher wieder mit niedrigeren Durchschnittszöllen im Verhältnis zu China rechnen, dürfte der Anpassungsprozess – auch bei der inländischen Konkurrenz – noch eine Weile andauern. Die Kernrate sollte sich zunächst bei rund 2,5 % halten, bevor sie im späteren Jahresverlauf etwas nachgibt.

US-Notenbank in Wartestellung

Die Fed hat auf die konjunkturelle Abkühlung bereits im Laufe des Jahres 2019 reagiert. Der Abbruch des geldpolitischen Normalisierungsprozesses Anfang 2019 stellte sich im Nachhinein als richtig heraus – weil die US-Regierung entgegen den allgemeinen Erwartungen den Konflikt mit China tatsächlich so lange eskalierte, bis er drohte, die Konjunktur entgleisen zu lassen. Die drei Zinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte 2019 wurden als „Risikomanagement“ verkauft, verbunden mit der Aussage, dass es ja eigentlich gar nicht so schlecht aussähe. Dieser Kommunikationsspagat hat der Glaubwürdigkeit der Fed ebenso wenig geholfen wie die ständigen verbalen Attacken aus dem Weißen Haus. Zudem muss sich die Fed mit der Kritik auseinandersetzen, dass es erst ihr geldpolitischer Kurswechsel war, der über positive Impulse für die Finanzmärkte dem US-Präsidenten den Spielraum für seine immer weiter getriebene Konfrontation mit China eröffnete.

Im Jahr 2020 dürfte die Fed den **Leitzins nicht verändern**. Die konjunkturelle Stabilisierung und anschließende Erholung sollte kurzfristig weitergehende Zinssenkungserwartungen vom Tisch nehmen. Für einen neuerlichen Kurswechsel dürften weder Realwirtschaft noch Inflation Argumente liefern.

Patrick Franke

Japan

Temporär schwächer

Japan durchlebt 2020 eine Wachstumsdelle. Der Arbeitsmarkt bleibt angespannt, ohne dass Inflationsdruck aufkommt.

Die drittgrößte Volkswirtschaft der Welt ist 2020 mit **Sondereffekten** konfrontiert: Konsumzurückhaltung infolge der Mehrwertsteueranhebung vom Herbst 2019 und Handelsstreitigkeiten mit Südkorea. Ohnehin reagiert Japan als industrielastige Volkswirtschaft mit schwacher Binnenwirtschaft sensibel auf globale Handelsstreitigkeiten, gerade wenn sich diese zwischen seinen beiden größten Auslandsmärkten USA und China vollziehen. Der mit gut 20 % des BIP hohe Anteil der Industrieproduktion zeigt die externe Verwundbarkeit Japans.

> *Als industrielastige Volkswirtschaft reagiert Japan sensibel auf globale Handelsstreitigkeiten.*

	2019s	2020p	2021p
BIP, real % gg. Vj.	0,8	0,3	1,0
Inflationsrate, % gg. Vj.	0,6	1,2	1,0
Arbeitslosenquote, %	2,4	2,2	2,2

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

Dass Japan dennoch **nicht** in eine **Rezession** abgleiten dürfte, ist auf fiskalpolitische Maßnahmen und die Olympischen Spiele in Tokio zurückzuführen. Positiv sollten sich auch der Transpazifische Handelspakt und das umfassende Außenhandelsabkommen mit der EU von Anfang 2019 auswirken sowie die zumindest vorerst beigelegten Streitigkeiten mit den USA. Hier kam es im Spätsommer 2019 zu einem bilateralen Handelsabkommen für Landwirtschaft und Digitales, während der wichtige Automobilsektor jedoch ausgeklammert wurde.

Niedrige Arbeitslosigkeit

Ausgehend vom niedrigen Niveau des japanischen BIP Anfang 2020 ist für das Gesamtjahr nur ein Wachstum von 0,3 % zu erwarten. Trotz dieser Wachstumsdelle und gezielter Strukturmaßnahmen, die sogar eine vorsichtige Öffnung für ausländische Arbeitskräfte einschließen, sollte der Arbeitsmarkt angespannt bleiben. Schließlich schrumpft die japanische Bevölkerung weiter.

Allerdings macht sich die Arbeitsmarktlage nur bedingt in der Gehaltsentwicklung bemerkbar, da sich ein beträchtlicher Teil der Erwerbstätigen in nicht-regulären Beschäftigungsverhältnissen mit niedrigerer Entlohnung befindet. So dürfte die Inflation weiter gering sein und nur durch die Mehrwertsteueranhebung temporär auf höherem Niveau verlaufen.

Ulrike Bischoff

China

Die Kunst des Handelskrieges

Seit dem Frühjahr 2018 belegen sich die USA und China gegenseitig mit Handelssanktionen. Über die Einführung der Zölle hinaus hat sich das Verhältnis der beiden wirtschaftlichen Schwergewichte spürbar verschlechtert.

Es ist ein Allgemeinplatz, dass China unter dem Handelsstreit mit den USA leidet. Wie wichtig dieser Effekt genau ist, lässt sich aber kaum seriös quantifizieren. Dies liegt nicht nur an der mangelnden Aussagekraft der chinesischen Wirtschaftsdaten. Ein grundlegendes Problem ist die **strukturelle Wachstumsabschwächung**. Diese hat in China ein Ausmaß, das so groß ist, dass es konjunkturelle Schwankungen überlagert. So spiegelt die Verlangsamung des Wachstums von 6,2 % 2019 auf 5,8 % 2020 in erster Linie den in Richtung 5 % gehenden Trend wider. Rein zyklisch wird es 2020 voraussichtlich sogar besser laufen als 2019.

Diese zyklische Erholung ist auch Folge der kräftigen **Impulse von der Wirtschaftspolitik**. Durch fiskalische und kreditpolitische Maßnahmen aller Art nimmt Chinas Regierung stärker und unmittelbarer Einfluss auf die Konjunktur als dies in den Industriestaaten der Fall ist. Die Konsolidierung der Jahre 2016/2017 hatte die Konjunktur spürbar gebremst. Seit Sommer 2018 gibt die Politik wieder Gas. Dies neutralisiert einen Teil der negativen Folgen des Handelsstreits.

	2019s	2020p	2021p
BIP, real % gg. Vj.	6,2	5,8	5,5
Inflationsrate, % gg. Vj.	2,9	3,3	2,0
Arbeitslosenquote, %	3,6	3,8	3,8

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

Aber völlig kompensiert werden diese negativen Effekte nicht. Die durchschnittlichen Zölle auf US-Waren sind in China von 8 % Anfang 2018 auf aktuell gut 21 % gestiegen. Dem steht ein Zuwachs von 3 % auf 21 % der US-Zölle auf chinesische Warenimporte entgegen. Teilweise kann dies ein schwächerer Yuan auffangen, aber per saldo leidet die chinesische Wirtschaft unter dem **Handelsstreit**. Die Regierung von Präsident Xi hat angesichts ständiger Provokationen seitens Präsident Trump bisher einen erstaunlich konzilianten Kurs gesteuert – insbesondere, da sie den Nationalstolz der Bevölkerung im Auge haben muss und sich daher nur begrenzt von der US-Regierung demütigen lassen kann.

> *„Siegen wird der, der weiß,*
> *wann er kämpfen muss und wann nicht."*
> Sunzi (um 500 v. Chr.)

Derzeit sieht es so aus, als würde sich die Situation an der Handelsfront etwas entspannen. Kurzfristige Zugeständnisse der chinesischen Seite sind dabei politisch wie ökonomisch unproblematisch. Sie werden aber das grundsätzliche, von Trump zum Fetisch gemachte Thema des hohen US-Handelsdefizits mit China nicht lösen. Und sie bringen auch keine Fortschritte bei den eigentlichen **Knackpunkten des Konflikts**: den Fragen, wie die Industriestaaten zukünftig mit den staatlich gelenkten Unternehmen aus China umgehen wollen, wie die weitere Entwicklungsstrategie Chinas mit den Ängsten der Industrieländer vor der Konkurrenz unter einen Hut zu bringen ist und ob der geostrategische Konflikt mit den USA weiter eskalieren wird.

Donald Trump hat es mehr oder weniger explizit zu seinem Ziel erklärt, dass China die USA nicht als größte Wirtschaft der Welt (gemessen am nominalen Bruttoinlandsprodukt) überholen darf. Solange er Präsident ist, ist ein großer Wurf schwer vorstellbar. Aber auch unabhängig vom Ausgang der US-Wahlen Ende 2020 ist eine Rückkehr zur friedlichen Koexistenz vor 2018 kein plausibles Szenario. Selbst die Demokraten im US-Kongress haben sich auf China eingeschossen.

Bricht 2020 der Frieden aus?

Im Bereich des Greifbaren ist aber eine **partielle Übereinkunft** in einigen Streitfragen. China könnte sich bei der Frage des Wechselkurses kooperativ zeigen und konstruktiv über eine symmetrische Marktöffnung verhandeln. Im Hauptszenario steigen die Zollsätze 2020 nicht weiter, bleiben aber erhöht. Positive Impulse von der Handelspolitik sind vor allem zu erwarten, weil die Unternehmen nicht mehr jeden Tag auf Twitter schielen und mit neuen Zöllen oder Sanktionen rechnen müssen.

Die **Inflationsrate** ist in China zuletzt auf fast 4 % gestiegen. Dies ist nicht Folge einer Überhitzung oder der Yuan-Abwertung, sondern fast ausschließlich durch die Schweinepest bedingt. Das Grundnahrungsmittel Schweinefleisch hat sich im Herbst 2019 im Vorjahresvergleich um fast 150 % verteuert. Auch 2020 dürfte die Teuerung mit gut 3 % hoch bleiben. Angesichts der speziellen Ursache ergibt sich aber kein Handlungsbedarf für die Notenbank.

Patrick Franke

Russland

Kraftlose Performance

Die russische Wirtschaft wird 2020 mit 1,7 % etwas stärker wachsen als im Vorjahr, was nicht darüber hinwegtäuschen soll, dass die **Wachstumsraten seit 2013** insgesamt **enttäuschend** sind. Wuchs die russische Wirtschaft doch im ersten Jahrzehnt dieses Jahrtausends mit durchschnittlich 5,5 % pro Jahr. Der private Konsum leidet noch unter der Mehrwertsteuererhöhung Anfang 2019, die die Inflation auf fast 5 % steigen ließ. Für 2020 erwarten wir einen Rückgang des Verbraucherpreisanstiegs auf 4,2 %, was etwa dem Inflationsziel von 4 % entspricht. Angesichts der nach wie vor bestehenden Sanktionen und der niedrigen Ölpreise ist auch von den Exporten wenig Unterstützung zu erwarten.

Die Regierung versucht, die schwache wirtschaftliche Entwicklung zu verbessern. Bereits im Wahlkampf 2018 hatte Staatspräsident Putin die Marschroute für die nächsten sechs Jahre vorgegeben: Steigerung des Wirtschaftswachstums über den globalen Durchschnitt, Reduzierung der Armut um die Hälfte, Erhöhung der Lebenserwartung. 13 „Nationale Entwicklungsprojekte“ mit dem Schwerpunkt auf Infrastruktur, Gesundheit und Bildung wurden auf den Weg gebracht, um diese Ziele zu erreichen.

	2019s	2020p	2021p
BIP, real % gg. Vj.	1,3	1,7	1,7
Inflationsrate, % gg. Vj.	4,8	4,2	4,0
Arbeitslosenquote, %	4,7	4,7	4,6

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

Gleichzeitig soll der Staatshaushalt nicht überstrapaziert werden. Insgesamt sind **weiterhin Haushaltsüberschüsse** zu erwarten, die in Zukunft jedoch leicht rückläufig sind. Mit etwa 10 % des BIP ist die Staatsverschuldung ausgesprochen niedrig. Die Regierung verfügt über einen Wohlfahrtsfonds, in den die Einnahmen aus dem Öl- und Gasgeschäft fließen. Dieser hat ein Volumen von über 120 Mrd. US-Dollar (ca. 7 % des BIP) erreicht.

Das schwierige Geschäftsklima beeinträchtigt die Investitionen.

Neben der Fiskalpolitik ist auch die **Geldpolitik** expansiv. Nachdem die Zentralbank 2019 ihren Leitzins in vier Schritten auf 6,5 % reduziert hatte, erwarten wir für 2020 noch eine weitere Zinssenkung. Den Investitionen konnte das bisher aber keinen nennenswerten Schub verschaffen. Dafür wäre vor allem eine Verbesserung des schwierigen Geschäftsumfelds (u. a. Korruption, hohe Importzölle) notwendig.

Patrick Heinisch

	2019s	2020p	2021p
BIP, real % gg. Vj.	1,2	2,1	2,6
Inflationsrate, % gg. Vj.	3,8	3,7	3,8
Arbeitslosenquote, %	11,8	11,6	11,3

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

Brasilien

Reformen im Rampenlicht

Die hohen Erwartungen, die die Wirtschaft an den neuen Präsidenten Bolsonaro und seinen Wirtschaftsminister Guedes hatten, haben sich noch nicht erfüllt. 2019 lag das Wirtschaftswachstum mit 1,2 % nur etwa auf dem Niveau des Vorjahres. Aufgeatmet haben Investoren und Unternehmen, als Ende Oktober 2019 endlich die Rentenreform vom Kongress verabschiedet wurde. 2020 wird die **liberale Reformagenda** (u. a. Steuervereinfachungen und Privatisierungen) weiter schrittweise umgesetzt. Daher erwarten wir für 2020 einen Wachstumsanstieg auf rund 2 %.

Die **Konsolidierung der Staatsfinanzen** zählt zu den wichtigsten Aufgaben der Regierung, war die Staatsverschuldung doch zwischen 2013 und 2019 von etwa 50 % des BIP auf über 80 % gestiegen. Zwar ist der Primärsaldo mittlerweile fast ausgeglichen, die hohen Zinszahlungen werden den Haushalt aber noch längere Zeit belasten und für ein deutliches Budgetdefizit sorgen. Eine ernsthafte Konsolidierung ist nur über eine Reduzierung der hohen Pensionsausgaben möglich. Diese beliefen sich zuletzt auf 45 % der Gesamtausgaben (ohne Zinszahlungen). Dank der Rentenreform wird es in den nächsten zehn Jahren zu Einsparungen in Höhe von 800 Mrd. Real (ca. 200 Mrd. US-Dollar) kommen. Die Schuldenquote wird sich bei etwa 80 % des BIP stabilisieren.

Die Rentenreform ist ein wichtiger Schritt zur Gesundung des Staatshaushalts.

Angesichts der verhaltenen wirtschaftlichen Entwicklung und einer Inflation leicht unterhalb des Zielwertes von 4,25 % hatte die Zentralbank im Oktober 2019 ihren **Leitzins auf ein Rekordtief** von 5 % gesenkt. Für 2020 erwarten wir keine weiteren Schritte. Im Zuge des Währungsverfalls im Nachbarland Argentinien hatte auch der Real im August 2019 etwa 10 % an Wert gegenüber dem US-Dollar verloren, sich anschließend aber stabilisiert. Die Ansteckungsgefahr durch Währungseinbrüche anderer Schwellenländer ist gering. Die hohen **Währungsreserven** übersteigen die kurzfristige Außenverschuldung um mehr als das Fünffache und bieten einen guten Schutz gegen externe Schocks.

Patrick Heinisch

3 Tragödie (10 %)

Alternativszenario

Tragödie (10 %)

Wie die klassische Tragödie zeigt, können selbst dann katastrophale Konsequenzen eintreten, wenn alle Akteure eigentlich edle, aber widersprüchliche Ziele verfolgen. In diesem Fall kann von hehren Absichten kaum die Rede sein. Insofern ist es leicht vorstellbar, dass Konflikte eine Eigendynamik entwickeln, die die Kontrahenten nicht mit akzeptablen politischen Kosten stoppen können.

Hauptbremse der globalen Konjunktur war 2019 die politische Verunsicherung, vor allem durch den Handelsstreit. Die Logik unseres Hauptszenarios für 2020 beruht auf der Einsicht, dass weder Präsident Trump noch China letztlich einen Anreiz haben, den **Handelskonflikt** so **eskalieren** zu lassen, dass sie damit die Weltkonjunktur gegen die Wand fahren. Eine Fortsetzung des Hochschaukelns von 2018/2019 im Konflikt der USA mit China und/oder eine Ausweitung des bisherigen Geplänkels mit der EU wären für die Konjunktur Gift. Für Deutschland wären vor allem die drohenden US-Autozölle ein Schlag ins Kontor.

Angesichts der Abwärtsdynamik im Verarbeitenden Gewerbe Ende 2019 würde ein andauernder oder noch schlimmer werdender Handelskrieg leicht den bisher relativ soliden Rest der Wirtschaft nach unten ziehen. Resultat: eine **globale Rezession**.

Auch ist der Weg vom Handelskrieg zum Währungskrieg nicht weit. Wie in den 1930er Jahren könnte eine Spirale von Abwertungen und zusätzlichen Handelsbarrieren die Folge sein. Wenn sich abzeichnen sollte, dass die Globalisierung nicht nur an Schwung verliert oder eine Weile stagniert, sondern

rückabgewickelt wird, müssten viele Geschäftsmodelle grundsätzlich überprüft werden. Der resultierende Einbruch der Investitionen würde schnell auf den Arbeitsmarkt und andere Nachfragekomponenten übergreifen.

Notenbanken mit dem Rücken zur Wand?

Typische rezessive Abwärtsspiralen sind von pessimistischen Erwartungen geprägt. Genährt wird dies in der aktuellen Situation durch die weithin gehegten **Zweifel an der Handlungsfähigkeit** der Fiskal- und Geldpolitik. In den USA ist „deadlock" zwischen Demokraten und Republikanern mittlerweile die Normalität, im Wahljahr geht die Kooperationsbereitschaft gegen null. In China stehen kräftige fiskalische Impulse im Widerspruch zu anderen wichtigen Zielen der Regierung. In der Eurozone und Deutschland binden selbst auferlegte Regeln sowie die schon hohen öffentlichen Schuldenstände der Politik die Hände.

Die Notenbanken sind zwar handlungsfähiger als die Fiskalpolitik, was sie im Negativszenario auch mit Gusto unter Beweis stellen würden. Aber angesichts der schon rekordniedrigen Zinsen und aufgeblähten Notenbankbilanzen stellen sich immer mehr Beobachter die Frage: Wie viel bringt das eigentlich noch? Um die schlechte Stimmung zu verstärken, ist es wohlgemerkt nicht erforderlich, dass die Wirksamkeit der Geldpolitik tatsächlich eingeschränkt ist. Es reicht schon, wenn eine hohe Zahl Akteure an ihr zweifeln.

In der letzten globalen Rezession reagierten die G20-Staaten in einer koordinierten, wenn auch differenzierten Weise. Der damals zur Schau gestellte Kooperationswille dürfte diesmal aber deutlich geringer ausfallen. Es sind nicht nur sogenannte Populisten, die sich in den letzten Jahren für einen nationalistischen bzw. egoistischen politischen Kurs stark gemacht haben. Wenn sich jeder selbst der Nächste ist, schwindet der Spielraum für koordinierte Stabilisierungsmaßnahmen. Das Ausland wird weniger als Partner oder Absatzmarkt, sondern mehr als Konkurrenz oder potenzieller Feind wahrgenommen. Die Erfahrung zeigt zudem, dass die **internationale Zusammenarbeit** in wirtschaftlich schweren Zeiten **schwieriger** wird. Dies gilt sogar in den Clubs der EU und der Eurozone, wo in einer neuerlichen Krise zahlreiche schwelende Konflikte aufbrechen könnten.

Zwar sind die realwirtschaftlichen Ungleichgewichte, wie im Hauptszenario ausgeführt, diesmal relativ gering. Dies gilt aber bei einer kritischen Betrachtungsweise nicht unbedingt für alle Assetklassen an den Finanzmärkten. Hier sind teilweise durchaus ambitionierte Bewertungen zu konstatieren. In Rezessionsphasen werden vorher als angemessen akzeptierte Assetpreise stets abrupt hinterfragt. Als Brandbeschleuniger kann dabei die Verschuldung insbesondere im privaten Sektor agieren. Zwar sind hier zehn Jahre nach der Finanzkrise weder in den USA noch in der Eurozone Schuldenblasen erkennbar. Insgesamt ist aber weltweit die Schuldenbelastung seit 2008 gestiegen, in einigen Ländern wie China sogar dramatisch.

Prognoseübersicht im negativen Szenario

Deutschland und die Eurozone geraten in die Rezession mit einem Rückgang des Bruttoinlandsproduktes von mehr als 1 %. Auch in den USA kommt das **Wachstum** zum Erliegen. Das schwache wirtschaftliche Umfeld dämpft den **Preisauftrieb** spürbar, zu einem Rückgang auf breiter Front kommt es jedoch 2020 nicht.

In der Rezession wird auf Sicherheit gesetzt. Dass die Prämien hierfür bereits sehr hoch sind, dürfte die Anleger kaum abschrecken. Kapitalerhalt und Vermögenssicherung stehen im Vordergrund, will man die nächste Spielzeit erleben. Die Preise für **deutsche Staatspapiere und US-Treasuries** dürften extrem steigen, ebenfalls getrieben von geldpolitischen

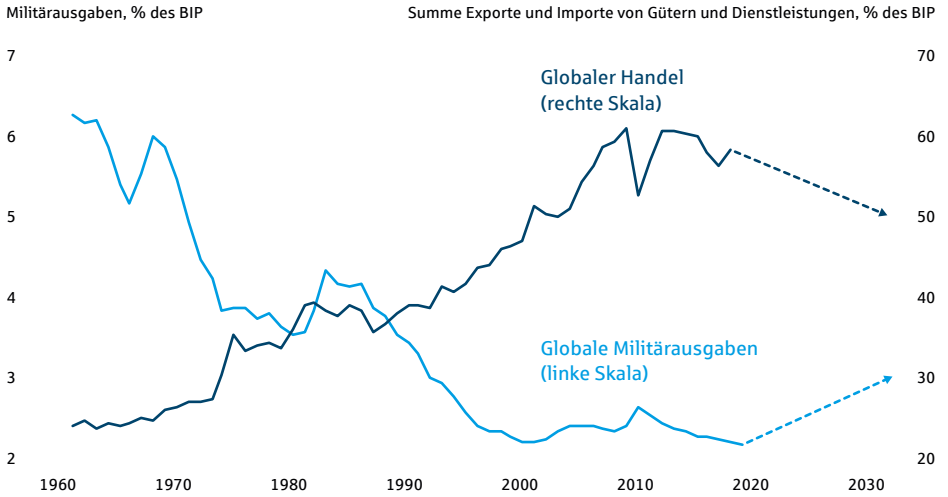
Lockerungen. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen fällt auf neue historische Tiefstände bei –1,5 %. Die Risikoaufschläge der übrigen Euro-Staatsanleihen steigen zwar. Die Ausweitung des EZB-Kaufprogramms verhindert jedoch eine neue Schuldenkrise.

Bei europäischen Corporates nehmen die Ausfallraten merklich zu. Ein kräftiger Anstieg der Risikoprämien von **Unternehmensanleihen** erhöht die Refinanzierungskosten. Bei den Banken können Margenerhöhungen nicht mit den steigenden Kreditausfällen Schritt halten. Im **Covered Bond-**Segment bleiben die Bonitätsauswirkungen hingegen überschaubar. Covered Bonds der Kernländer werden als sicherer Hafen gesucht.

> *„Exit, pursued by a bear."*
> William Shakespeare (1564–1616), Bühnenanweisung in „The Winter's Tale"

Die Unternehmensgewinne gehen 2020 kräftig zurück. Trotz deutlich fallender Renditen und damit einer Zuspitzung des Anlagenotstands steigt die Risikoaversion deutlich. Dies führt zu markanten Bewertungsabschlägen bei Aktien, die in einen Bärenmarkt eintreten. Der **DAX** fällt unter 9.000 Punkte.

Dekade der Aufrüstung und Abschottung ante portas?



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Research

Die schwierige wirtschaftliche Lage führt zu einem Einbruch der **Immobilien**nachfrage, so dass Mieten sinken und Immobilienwerte vor allem in den gewerblichen Marktsegmenten korrigieren. Angesichts verschärfter Verteilungskonflikte greift die Politik am Wohnungsmarkt noch stärker zu nicht-marktkonformen Maßnahmen. Private Investoren werden abgeschreckt und die Neubautätigkeit bricht ein.

Im internationalen Abwertungswettlauf wird der US-Dollar zum unfreiwilligen Gewinner, d. h., er wertet auf. In Zeiten hoher Unsicherheit bleibt der Greenback als Fluchtwährung gefragt. Der Euro leidet dagegen unter zunehmenden politischen Konflikten in der Währungsunion. Der **Euro-Dollar-Kurs** fällt auf 0,95.

In der Tragödie dient **Gold** als sicherer Hafen: Kräftig gesunkene Opportunitätskosten gegenüber Renten in Verbindung mit hohen politischen Risiken tragen dazu bei, dass das Edelmetall sein Allzeithoch von 1.921 US-Dollar je Feinunze mühelos überwinden kann. In Euro-Rechnung ist der Anstieg noch kräftiger.

Patrick Franke

4 Komödie (20 %)

Alternativszenario

Komödie (20 %)

Im Abschwung macht sich stets äußerst trübe Stimmung breit, das Gelächter verstummt. Silberstreifen am Horizont werden ignoriert, Optimisten als naiv belächelt: Wo soll es denn herkommen? Es mag wie eine Plattitüde erscheinen, aber der Aufschwung kommt in der Regel genau aus der Ecke, in der vorher die konjunkturelle Schwäche konzentriert war: Bühne frei für eine Erholung im globalen Industriezyklus!

Der Industriesektor schwankt zyklisch deutlich stärker als die in den reichen Ländern viel wichtigeren Dienstleistungen. Hier ging es kräftig nach unten, aber nun ebenso dynamisch nach oben. Zaghafte Anzeichen für eine Bodenbildung im globalen Industriezyklus liegen schon im Herbst 2019 vor. Eine schnelle und schwungvolle Erholung im Verarbeitenden Gewerbe ist daher ein durchaus plausibles Szenario.

Dies gilt vor allem, wenn sich die ständigen politischen Störsignale der letzten Jahre endlich in Wohlgefallen auflösen oder zumindest in den Hintergrund gedrängt werden. Ein umfassender „Deal“ zwischen den USA und China, Entspannung im Verhältnis EU zu den USA sowie ein geordneter Brexit – damit würden wichtige Gründe für den dominierenden Pessimismus entfallen. Zwar ist wenig wahrscheinlich, dass sich Washington und Peking in

absolut allen offenen Streitfragen einigen können – die Zölle werden daher wohl nicht unmittelbar auf das Niveau vor dem Handelskonflikt zurückkehren. Aber die das Vertrauen und die Investitionsneigung der Unternehmen zersetzende Unsicherheit über die Rahmenbedingungen des internationalen Geschäfts – die Kernproblematik des Handelsstreits – wäre vom Tisch.

Kursschwenk der Notenbanken

Hinzu kommt die geldpolitische Lockerung des Jahres 2019. Die Fed hat ihre Straffung der Finanzierungsbedingungen von 2018 schon komplett rückgängig gemacht. In der Eurozone geben Tiefstände bei den Zinsen Impulse für den Bau und die Unternehmensinvestitionen. China steht konjunkturpolitisch seit geraumer Zeit auf dem Gas. Es ist nur eine Frage der Zeit, bis dieser Stimulus Wirkung zeigt.

In vielen wichtigen Volkswirtschaften sind die Kapazitäten nach ein bis zwei Jahren des Abschwungs in der Industrie noch gut bis hoch ausgelastet. In den USA liegt die Arbeitslosenquote so niedrig wie zuletzt 1969, in Deutschland wurde ein gesamtdeutsches Rekordtief erreicht. Ein Aufschwung würde daher nicht wie in vergangenen Rezessionsphasen aus einer Situation spürbarer Unterauslastung heraus starten. Auch wenn die Beziehung zwischen Arbeitslosigkeit einerseits und Lohnauftrieb sowie Teuerung andererseits nicht mehr so eng sein mag wie früher, würde dies die aktuelle, klar auf Lockerung ausgerichtete **Geldpolitik auf dem falschen Fuß erwischen**. Entsprechend würden die Notenbanken ihren Kurs wohl wieder relativ zügig ändern. In den USA und in der Eurozone, wenn hier auch in einer homöopathischen Dosis, würden die Leitzinsen 2020 wieder steigen.

Fiskalpolitisch dürften die meisten Regierungen konjunkturell bedingte Mehreinnahmen wohl nicht für den Schuldenabbau, sondern zum **Verteilen neuer Wohltaten** verwenden. Vor allem die vom Stabilitäts- und Wachstumspakt reglementierten Staaten der Eurozone dürften jede Chance nutzen, Ausgaben zu erhöhen und/oder Steuern zu senken.

Im Positivszenario sind negative strukturelle Themen zwar weiter relevant. Die Alterung der Gesellschaft und die Klimadebatte verschwinden beispielsweise nicht plötzlich wieder in der Versenkung. Aber Trends wie die Digitalisierung und die Tatsache, dass die Implementierung all der neuen Technologien in vielen Ländern und Branchen noch in den Kinderschuhen steckt, bergen wohl **erhebliches Produktivitätspotenzial**. Und eine gute Konjunktur macht den Umgang mit den meisten strukturellen Problemen einfacher: Schulden sind leichter zu bedienen, Umverteilung eher durchzusetzen, wirtschaftspolitische Konflikte zwischen Regierungen werden entschärft, wenn die Kassen voll sind. Die Fähigkeit, wenn auch leider nicht unbedingt die Neigung, zur Umsetzung politisch heikler Strukturreformen nimmt zu.

> *„Nicht weil es schwierig ist, wagen wir es nicht – sondern weil wir es nicht wagen, ist es schwierig."*
> Seneca (1. Jhd. n. Chr.)

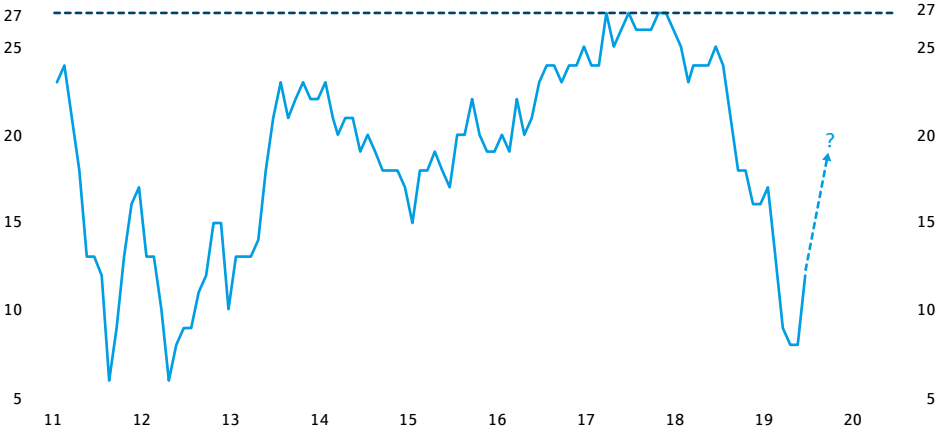
Prognoseübersicht im positiven Szenario

Das **Wirtschaftswachstum** beschleunigt sich deutlich. In Deutschland und in der Eurozone wird ein Anstieg des BIP um rund 2,5 % erreicht, die USA expandieren noch stärker. In diesem Umfeld kommt auch die Preisentwicklung in Schwung. Die **Inflation** in der Eurozone erreicht 2 %, in den USA sind im Jahresdurchschnitt sogar mehr als 3 % möglich.

Das positive fundamentale Umfeld gibt EZB-Chefin Lagarde Rückhalt, die **geldpolitische Wende** zu vollziehen: In einem ersten Schritt wird die Expansion der EZB-Bilanzsumme gestoppt,

Wende schon geschafft?

Zahl der Länder (von 27) mit Einkaufsmanagerindex Verarbeitendes Gewerbe über 50



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

dann der Einlagensatz moderat erhöht. **10-jährige Bundesanleihen** erreichen mit 0,8 % die zyklischen Renditehöchststände von Anfang 2018. In den USA treibt eine wesentlich handlungsfreudigere US-Notenbank die Renditen deutlich über die 3 %-Marke.

Steigende Gewinne stärken die Bilanzen der meisten Emittenten von **Unternehmensanleihen**. Vor diesem Hintergrund bleibt ein Anstieg der Refinanzierungskosten verkraftbar. Die Banken weiten ihre Kreditvolumina weiter aus und sind aufgrund der steigenden Zinsen auch wieder in der Lage, die Margen zu erhöhen. Im Zuge steigender Kreditvolumina nehmen die **Covered Bond**-Emissionen deutlich zu. Höhere Renditen lassen verprellte Covered Bond-Investoren zurückkehren.

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

Das kräftige Wachstum führt zu hoher Nachfrage vor allem nach Büro**immobilien** und entsprechend kräftigen Mietsteigerungen. Dagegen können Einzelhandelsimmobilien aufgrund der verschärften Konkurrenz durch den Onlinehandel wenig profitieren. Eine marktgerechtere Wohnungspolitik könnte die Neubautätigkeit beleben, so dass am Wohnungsmarkt die Knappheit trotz des großen Bedarfs nicht zunimmt.

Die konjunkturelle und geldpolitische Trendwende hilft vor allem dem Euro, zumal politische Hemmnisse in den Hintergrund treten. Der **Euro-Dollar-Kurs** steigt auf 1,35.

Gold wird in der Komödie wieder auf die hinteren Plätze verbannt. Seine Opportunitätskosten steigen rasant, je stärker Staatsanleihen wieder im positiven Bereich rentieren. Ebenso wenig wird das Edelmetall als Inflationssicherung gefragt sein. Der Goldpreis fällt unter 1.200 US-Dollar je Feinunze (etwa 900 Euro / Unze).

Patrick Franke

5 Prognosetabellen im Hauptszenario

Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit Jahresultimo	aktueller Stand*	Prognose Ende … Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020	Q4/2020
	in Basispunkten	Zinssatz in %				
EZB Einlagenzins	–10	–0,50	–0,60	–0,60	–0,60	–0,60
EZB Refinanzierungssatz	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tagesgeldsatz €STR**	–9	–0,53	–0,65	–0,65	–0,65	–0,65
3M Euribor	–9	–0,40	–0,50	–0,50	–0,50	–0,50
6M Euribor	–10	–0,34	–0,45	–0,45	–0,45	–0,45
12M Euribor	–14	–0,26	–0,40	–0,40	–0,40	–0,40
2j. Bundesanleihen	–1	–0,62	–0,75	–0,65	–0,60	–0,60
5j. Bundesanleihen	–25	–0,56	–0,65	–0,55	–0,50	–0,50
10j. Bundesanleihen	–54	–0,30	–0,40	–0,30	–0,25	–0,20
2j. Swapsatz	–17	–0,34	–0,45	–0,35	–0,30	–0,30
5j. Swapsatz	–41	–0,21	–0,30	–0,20	–0,10	–0,10
10j. Swapsatz	–71	0,10	0,00	0,10	0,15	0,20
30j. Swapsatz	–85	0,53	0,45	0,55	0,60	0,70
Federal Funds Rate***	–75	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63
3M USD Libor	–90	1,91	1,70	1,80	1,85	1,90
10j. US-Treasuries	–80	1,89	1,80	1,90	2,00	2,10
	Landeswährung %	Indexstand				
DAX	25,3	13.230	13.800	14.000	13.800	13.500
EURO STOXX 50	23,3	3.700	3.850	3.900	3.850	3.750
Dow Jones	19,1	27.784	28.500	28.800	28.500	28.000
S&P 500	23,4	3.094	3.180	3.200	3.180	3.140
Nikkei 225	16,5	23.320	24.300	24.700	24.300	23.800
	in %	Preis				
Brentöl $/Fass Brent	15,9	62	60	60	60	60
Gold $/Unze	14,1	1.464	1.600	1.650	1.680	1.700
Gold €/Unze	18,9	1.330	1.390	1.375	1.400	1.360

*13.11.2019 **Eonia = €STR + 8,5Bp ***Mittelwert

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Devisenprognosen

	Veränderung seit 31.12.2018	aktueller Stand*	Prognose Ende …			
			Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020	Q4/2020
gg. Euro	**gg. Euro, in %**	**Kurs**				
US-Dollar	4,2	1,10	1,15	1,20	1,20	1,25
Japanischer Yen	5,1	120	122	125	125	127
Britisches Pfund	5,0	0,86	0,85	0,85	0,80	0,80
Schweizer Franken	3,3	1,09	1,10	1,10	1,15	1,15
Kanadischer Dollar	7,2	1,46	1,50	1,54	1,54	1,58
Australischer Dollar	1,1	1,61	1,64	1,67	1,67	1,69
Schwedische Krone	–5,2	10,71	10,40	10,30	10,20	10,10
Norwegische Krone	–2,0	10,11	9,90	9,70	9,60	9,50
Chinesischer Yuan	1,8	7,73	8,05	8,28	8,28	8,50
gg. US-Dollar	**gg. USD, in %**	**Kurs**				
Japanischer Yen	0,8	109	106	104	104	102
Schweizer Franken	–0,8	0,99	0,96	0,92	0,96	0,92
Kanadischer Dollar	2,9	1,33	1,30	1,28	1,28	1,26
Schwedische Krone	–9,0	9,73	9,04	8,58	8,50	8,08
Norwegische Krone	–5,9	9,18	8,61	8,08	8,00	7,60
Chinesischer Yuan	–2,1	7,02	7,00	6,90	6,90	6,80
US-Dollar gg. …	**gg. USD, in %**	**Kurs**				
Britisches Pfund	0,8	1,29	1,35	1,41	1,50	1,56
Australischer Dollar	–3,0	0,68	0,70	0,72	0,72	0,74

*13.11.2019

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bruttoinlandsprodukt, Inflation, Budgetsaldo

	Bruttoinlandsprodukt reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Inflation Veränderung gg. Vorjahr, %				Budgetsaldo % des BIP			
	2018	2019s	2020p	2021p	2018	2019s	2020p	2021p	2018	2019s	2020p	2021p
Euroland	**1,9**	**1,2**	**1,3**	**1,6**	**1,8**	**1,2**	**1,3**	**1,5**	**–0,5**	**–0,9**	**–0,8**	**–0,8**
Deutschland	1,5	0,6	1,0	1,6	1,8	1,5	1,6	1,9	1,9	1,3	1,0	0,7
Frankreich	1,7	1,3	1,5	1,6	2,1	1,2	1,3	1,6	–2,5	–3,2	–2,2	–2,2
Italien	0,7	0,2	0,8	1,2	1,2	0,6	0,8	1,1	–2,2	–2,4	–2,4	–2,2
Spanien	2,4	2,0	1,8	1,8	1,7	0,8	1,0	1,3	–2,5	–2,3	–2,1	–1,7
Niederlande	2,6	1,8	1,6	1,7	1,6	2,5	1,8	1,9	1,5	0,5	0,2	0,1
Österreich	2,3	1,5	1,5	1,7	2,0	1,5	1,6	1,8	0,2	0,4	0,3	0,3
Irland	8,2	3,5	3,0	3,0	0,7	0,9	1,2	1,5	0,0	0,0	0,2	0,3
Portugal	2,1	1,8	1,7	1,9	1,2	0,5	0,9	1,3	–0,2	–0,2	0,0	–0,5
Griechenland	1,9	1,9	2,0	2,0	0,6	0,8	1,1	1,5	1,1	0,3	–0,6	–1,5
Schweden	**2,4**	**1,6**	**1,7**	**1,8**	**2,0**	**1,8**	**1,5**	**1,8**	**0,9**	**0,7**	**0,8**	**0,8**
Norwegen	**1,6**	**1,6**	**1,8**	**1,9**	**2,8**	**2,3**	**1,9**	**2,0**	**7,3**	**6,1**	**6,2**	**6,5**
Polen	**5,2**	**4,2**	**3,3**	**3,4**	**1,6**	**2,2**	**2,7**	**2,5**	**–0,2**	**–1,0**	**–0,5**	**–0,8**
Tschechien	**2,9**	**2,6**	**2,4**	**2,5**	**2,1**	**2,7**	**2,4**	**2,2**	**1,1**	**0,2**	**–0,2**	**–0,3**
Ungarn	**5,1**	**4,8**	**2,9**	**2,9**	**2,8**	**3,3**	**2,9**	**2,8**	**–2,3**	**–1,8**	**–1,5**	**–1,5**
Großbritannien	**1,4**	**1,3**	**1,0**	**1,5**	**2,5**	**1,8**	**1,7**	**2,0**	**–2,3**	**–2,2**	**–2,5**	**–2,7**
Schweiz	**2,8**	**0,8**	**1,5**	**1,4**	**0,9**	**0,4**	**0,5**	**0,8**	**1,2**	**1,0**	**0,4**	**0,4**
USA	**2,9**	**2,3**	**2,0**	**2,5**	**2,4**	**1,8**	**2,0**	**2,0**	**–5,0**	**–5,2**	**–5,2**	**–4,6**
Japan	**0,8**	**0,8**	**0,3**	**1,0**	**1,0**	**0,6**	**1,2**	**1,0**	**–2,5**	**–3,0**	**–2,8**	**–2,7**
Asien ohne Japan	**5,6**	**5,1**	**5,1**	**5,0**	**2,6**	**3,0**	**2,9**	**3,0**	**–3,0**	**–3,4**	**–3,4**	**–3,1**
China	6,6	6,2	5,8	5,5	2,1	2,9	3,3	2,0	–4,8	–6,2	–6,3	–6,2
Indien	6,8	5,6	6,4	6,8	3,9	3,6	4,2	3,9	–3,5	–3,5	–3,4	–3,0
Russland	**2,3**	**1,3**	**1,7**	**1,7**	**2,9**	**4,8**	**4,2**	**4,0**	**2,6**	**2,1**	**1,5**	**1,4**
Türkei	**3,0**	**–0,3**	**4,0**	**3,6**	**16,3**	**15,6**	**10,1**	**9,4**	**–2,0**	**–2,9**	**–3,1**	**–3,0**
Lateinamerika	**0,8**	**1,1**	**2,2**	**3,0**	**6,7**	**8,3**	**7,4**	**5,9**	**–4,2**	**–3,8**	**–3,6**	**–3,4**
Brasilien	1,1	1,2	2,1	2,6	3,7	3,8	3,7	3,8	–6,9	–5,7	–4,9	–4,8
Welt	**3,6**	**3,2**	**3,2**	**3,4**	**2,8**	**2,9**	**2,8**	**2,7**	**–**	**–**	**–**	**–**

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

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

Adressverzeichnis

Hauptsitze

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

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

Bausparkasse

Landesbausparkasse Hessen-Thüringen

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

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

Förderbank

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

Niederlassungen

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

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

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

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

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

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

Repräsentanzen

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

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

São Paulo
Av. das Nações Unidas,
12399 Cjs. 105/106 B
Brooklin Novo São Paulo –
SP CEP: 04578-000
T +55 11/3405-3180

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

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

Vertriebsbüros

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

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

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

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

Immobilienbüros

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

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

Auswahl der Tochtergesellschaften

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

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

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

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

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

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

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

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

Herausgeber

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

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

www.helaba.com

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

Konzeption und Gestaltung

La Mina GmbH, Darmstadt

Druck

Druckerei Braun & Sohn, Maintal

Fotonachweis

123RF	S. 23, © fazon
Adobe Stock:	Umschlag (U1), S. 6, S. 8, © Anna Jurkovska; S. 28, © BOOCYS; S. 35, © Olexandr; S. 41, © Warpedgalerie
Getty Images:	S. 14, © Hybrid Images; S. 48, © Detlef Willemsens Photography
iStock:	S. 5, Smithore; S. 7, S. 53, ozgurdonmaz; S. 7, S. 53, EvgeniyShkolenko; S. 19, Sushiman; S. 21, naphtalina; S. 24, alacatr; S. 26, BoxerX; S. 33, AzmanL; S. 38, Furtseff; S. 45, Ababsolutum; S. 46, somethingway; S. 49, piccaya; S. 56, surfleader; Umschlag (U3), Gregory_DUBUS
Marie Liebig:	S. 7, 16, 31, 36, 50, © Marie Liebig Mit freundlicher Unterstützung des Meininger Staatstheaters
Shutterstock:	S. 26, Aleksey Sagitov; S. 37, Kiselev Andrey Valerevich
Unsplash:	S. 42, © Denys Nevozhai
Jürgen Mai:	Umschlag (U2), © Jürgen Mai

Autoren

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

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

Helaba

Neue Mainzer Straße 52–58
60311 Frankfurt am Main
T +49 69/91 32-01
F +49 69/29 15 17

Bonifaciusstraße 16
99084 Erfurt
T +49 3 61/2 17-71 00
F +49 3 61/2 17-71 01

www.helaba.com