MÄRKTE UND TRENDS 2015

BONSAI:
WACHSTUM OHNE GRÖßE

Volkswirtschaft/Research

Dezember 2014

Helaba

Herausgeber:

Helaba
Landesbank Hessen-Thüringen
Volkswirtschaft/Research
Dr. Gertrud R. Traud, Chefvolkswirtin/Bereichsleitung Research
Redaktion: Dr. Stefan Mitropoulos
MAIN TOWER
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24, Telefax: 0 69/91 32-22 44

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

Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

wer einen Garten hat, kennt die Fragen: Was soll gepflanzt werden? Was wächst überhaupt vor Ort? Wer übernimmt die Pflege? Oder doch besser die Fläche als Stellplatz nutzen und dafür Topfpflanzen anschaffen? Jede Entscheidung ist mit Vor- und Nachteilen verbunden. Viele Länder haben sich in den letzten Jahren entschieden. Wildwuchs soll nicht mehr möglich sein, klare Vorgaben sollen das Wachstum lenken. Und so ähneln inzwischen zahlreiche Volkswirtschaften einem Bonsai.

Bonsai bedeutet aus dem Japanischen übersetzt „Baum in einer Schale“. Er wird mit viel Aufwand und Pflege zu einem Miniaturabbild eines richtigen Baumes geformt. Damit dies gelingt, bedarf es starker Eingriffe in den natürlichen Wachstumsprozess. Am Ende eines jahrelangen Mühens entsteht zumeist ein harmonisches Bäumchen. Der materielle Nutzen ist aber überschaubar. Denn ein Bonsai kann keinen Schatten spenden, uns nicht ernähren, kein Material zum Bau von Häusern oder Schiffen und nicht einmal Brennholz liefern. Der „**Bonsai“** steht somit für ein „**Wachstum ohne Größe“**. Er verkörpert unser **Hauptszenario** für den Ausblick 2015, dem wir eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 70 % beimessen.

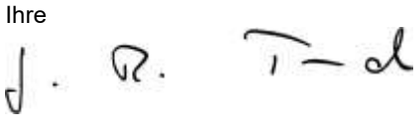
Nach den Exzessen, die zur Finanz- und Staatsschuldenkrise geführt haben, gab es starke Bestrebungen, die Triebkräfte des Wachstums zu beeinflussen. Auswüchse, die Banken und Staaten an den Rand des Zusammenbruchs geführt haben, sollen künftig unterbunden werden. Die Volkswirtschaften wurden gleichsam „in Schalen gepflanzt" und durch verschiedenartige Regulierungen so wie die kleinen Bonsais gekürzt und geformt. Zunächst schienen sich Erfolge einzustellen. Es kam zu einem Wachstum. Dabei gilt: Je gelenkter das Wachstum, desto empfindlicher die Volkswirtschaft. Der Bonsai ist eben eine hoch sensible Pflanze in einer kleinen Schale. Mittlerweile limitieren aber in vielen Ländern der permanente Rückschnitt sowie die geringe Menge an Nährboden die Ausweitung des Produktionspotenzials. Die Wachstumsraten verharren entsprechend auf niedrigem Niveau. Für Eigeninitiative ist kein Platz mehr. Sowohl in Japan als auch in der Eurozone verlässt man sich fast vollständig auf die Wirkungskräfte der Geldpolitik. Bei zu viel Liquidität fangen aber die Wurzeln an zu faulen.

Nicht nur der stark kultivierte Bonsai ist sehr anfällig. Fast alle Pflanzen können durch Witterungsverhältnisse strapaziert werden. Gartenbesitzer mit großen Rasenflächen können ein Lied davon singen. In der Natur geht die Schädigung im Extremfall so weit, dass eine Wüste entsteht. Diese Vegetationsform ist durch Kargheit geprägt. Große üppige Gewächse sind eher die Ausnahme und nur wenige Arten sind für diesen Lebensraum geeignet. In einer Volkswirtschaft wirken fehlende Strukturreformen und in der Folge ausbleibende Investitionen wie die Rodung einer Waldfläche. Durch Erosion wird der fruchtbare Erdboden zerstört und die Wachstumsgrundlage entzogen. Der verbleibende Sand kann die Liquidität der Notenbanken nicht halten, so dass sie schnell versickert. Unser **negatives** Szenario „**Wüste“** hat eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 15 %.

Jeder Garten bedarf der Pflege und einer gewissen Ordnung. Es wird aber vornehmlich auf die Kräfte der Natur vertraut und nur in geringem Ausmaß eingegriffen. Der Artenreichtum in Streuobstwiesen steht für Vielfalt und Umtriebigkeit. Übertragen auf die Wirtschaftspolitik heißt dies: „So viel Markt wie möglich und so viel Staat wie nötig“ (Karl Schiller). Wo ausufernde Regulierung zurückgenommen wird, können sich innovative Kräfte und entsprechend Investitionen entfalten – so wie in einem **„Obstgarten“**. Dies ist unser **positives** Szenario, dem wir eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 15 % beimessen. In diesem Umfeld stellt sich eine ertragreiche Ernte ein. Zwar lässt sich nicht genau vorhersagen, an welchen Ästen die meisten Früchte hängen werden, doch aufgrund der Größe und Stabilität kommt es zu einem erfreulichen Gesamtertrag. Auch in Obstgärten müssen in gewissen Abständen Rückschnitte vorgenommen werden, um die Fruchtholzbildung anzuregen. Künstliche Bewässerung ist nur in besonderen Dürrejahren notwendig. Auch dauerhafte Liquidität durch die Geldpolitik ist nicht angebracht – und mitunter sogar schädlich. So gehen wir davon aus, dass die westlichen Notenbanken im „Obstgarten-Szenario“ von der extrem expansiven Geldpolitik Abstand nehmen werden.

Ich wünsche Ihnen im kommenden Jahr einen „grünen Daumen“ für Ihre Pflanzen und Ihre anderen Investments.

Ihre



Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/Bereichsleitung Research

Inhalt

1 Rückblick 2014 mit Kassensturz ... 7

2 Helaba Kapitalmarktszenarien und -prognosen ... 9

2.1 Pfeilschneller Überblick 2015 ... 9

2.2 Hauptszenario (70%) ... 11

2.2.1 Szenario und Prognosen ... 11

2.2.2 Kapitalmarktprognosen des Hauptszenarios in Zahlen ... 15

2.3 Alternativszenario: Obstgarten (15 %) ... 16

2.4 Alternativszenario: Wüste (15 %) ... 18

3 Ausgewählte Märkte ... 21

3.1 Immobilien: Profiteur des Niedrigzinsumfelds ... 21

3.2 Rohstoffe: Bodenbildung bei allmählicher Marktbereinigung ... 22

3.3 Unternehmensanleihen: Corporates-Emittenten weiter im Vorteil ... 23

4 Länderanalysen ... 25

4.1 Deutschland: Positives Umfeld für den Konsum ... 25

4.1.1 Hessen: Weltwirtschaft begrenzt Perspektiven ... 26

4.1.2 Thüringen: Wachstum kann wieder mithalten ... 26

4.1.3 Nordrhein-Westfalen: Beschäftigungsschwelle überschritten ... 27

4.1.4 Brandenburg: Wachstumschancen an Berlin gekoppelt ... 27

4.2 USA: Konjunkturgift Zinswende? ... 28

4.3 Frankreich: Keine schnelle Lösung für mehr Wachstum ... 29

4.4 Italien: Hoffnung auf erfolgreiche Reformen ... 30

4.5 Spanien: Krise abgehakt? ... 31

4.6 Niederlande: Endlich wieder Wachstum ... 32

4.7 Österreich: Alpenglühn im Sparmodus ... 33

4.8 Griechenland: Das Gesundschrumpfen lohnt sich (doch) ... 34

4.9 Portugal: Kein schnelles Aufholen ... 35

4.10 Irland: Trendwende oder nur Scheinblüte? ... 36

4.11 Großbritannien: Wachstum verfestigt sich ... 37

4.12 Schweiz: Die Eurozone als Mühlstein ... 38

4.13 Schweden: Migration als Wirtschaftsfaktor ... 39

4.14 Norwegen: Konjunkturfahrt mit (Fiskal-)Airbag ... 40

4.15 Polen: Zentralbank hilft schieben 41
4.16 Ungarn: Kräfte mobilisieren gegen die Wachstumsdelle 42
4.17 Tschechien: Wie weit fliegt der Phoenix? 43
4.18 Russland: Phase der Autarkie 44
4.19 Japan: Langsam wieder aufwärts 45
4.20 China: Schrumpfende Wachstumsziele 46
4.21 Brasilien: Wirtschaft wieder stärker im Vordergrund 47

5 Prognosen im Überblick 48
5.1 Kapitalmarktprognosen 48
5.2 Konjunkturprognose Deutschland im Detail 49
5.3 Konjunkturprognose USA im Detail 49
5.4 Bruttoinlandsprodukt und Inflation 50
5.5 Leistungsbilanz- und Budgetsalden 51

Autoren

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

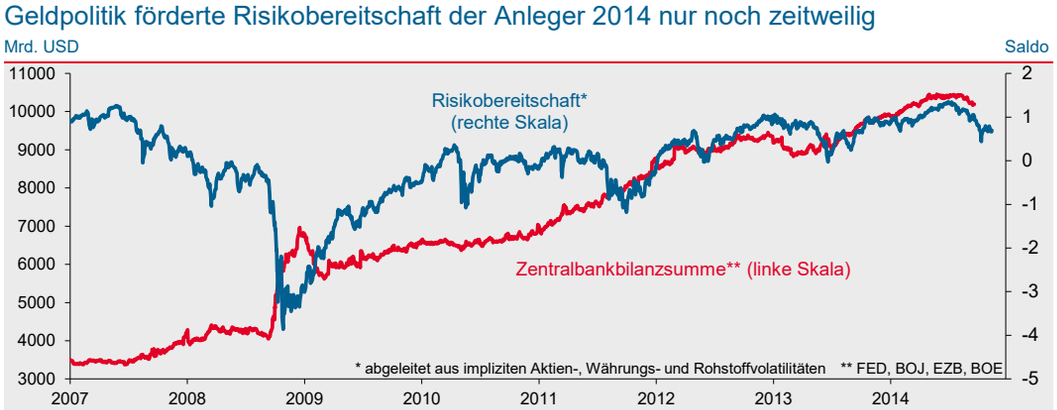
Redaktionsschluss: 21. November 2014

1 Rückblick 2014 mit Kassensturz

Wachstumshemmnisse und Deflationsrisiken wieder im Blickfeld

Die Finanzmärkte waren 2014 nicht nur von zunehmenden Unsicherheiten und auffälligen Divergenzen im makroökonomischen Umfeld geprägt. Vielmehr rückten auch verstärkt strukturelle Defizite und die Verteilungsverhältnisse als Wachstumshemmnisse ins Blickfeld. So begrenzte das in vielen Ländern relativ geringe Wachstum der Reallöhne die Konsumnachfrage. Trotz umfangreicher geldpolitischer Maßnahmen zur Verbesserung der finanziellen Bedingungen entwickelten die privaten Investitionsausgaben zumeist auch keine Dynamik. Während die Bilanzsummenausweitung der Notenbanken die Risikobereitschaft an den Finanzmärkten zeitweilig weiter erhöhte, sprang der Funke auf die Realinvestitionen nicht über. Gleichzeitig wuchsen bei rückläufigen Teuerungsraten und bescheidenem Kreditwachstum in verschiedenen Schlüsselregionen die Deflationsrisiken. Vermehrtes Politikversagen, etwa bei der Bewältigung der erhöhten geopolitischen Spannungen oder der Ebola-Krise, hatte eher temporären Einfluss, da es hierdurch erst einmal zu keinen größeren ökonomischen Verwerfungen kam.

Geldpolitik förderte Risikobereitschaft der Anleger 2014 nur noch zeitweilig



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Fundamentale Divergenzen prägen die Finanzmärkte

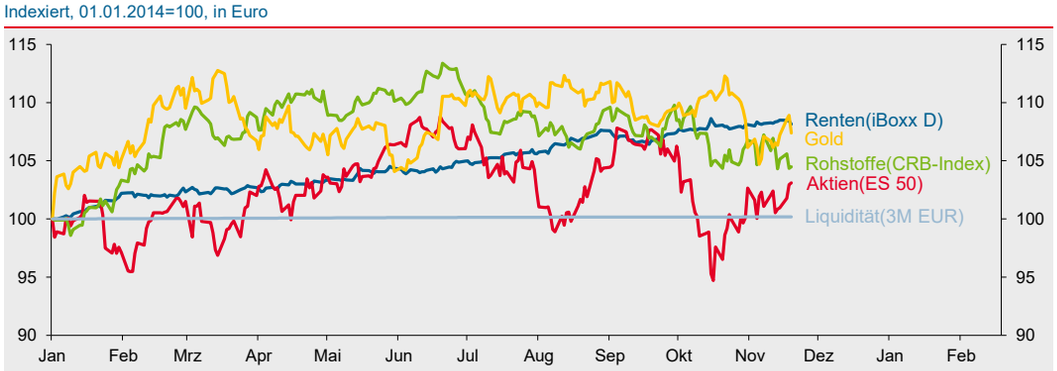
Das ungünstige Gemisch aus verhaltenem Wirtschaftswachstum und hoher Verschuldung in diversen Teilen der Welt trat nach der Jahresmitte wieder verstärkt ins Bewusstsein der Marktteilnehmer. Gleichzeitig schien die Geldpolitik an Grenzen zu stoßen, während die übrigen Felder der Wirtschaftspolitik quasi in allen Regionen mehr oder weniger durch Stillstand gekennzeichnet waren. In den USA verstärkte sich dabei die Konkurrenz zwischen den Zielen Finanzstabilität und Wachstum, womit dort ein Ende der ultralockeren Geldpolitik zunehmend wahrscheinlich wurde.

Schließlich verfügen die USA über ein robustes Wirtschaftswachstum, eine positive Bevölkerungsentwicklung und Produktivitätsfortschritte sowie umfangreiche Energiereserven. Japan, Europa und diverse Schwellenländer weisen dagegen tiefgreifende Wachstumsschwächen auf. Von letzteren haben die rohstoffexportierenden Vertreter auch immer weniger günstige Terms of Trade zu verkraften, was sich etwa in der wirtschaftlichen Entwicklung Russlands, Argentiniens oder Brasiliens auch 2014 besonders niederschlug. In diesem Umfeld wertete der US-Dollar aber nicht nur gegenüber dem Rubel und dem argentinischen Peso massiv auf, sondern zeigte auch im Verhältnis zu den Währungen wichtiger Industrieländer beachtliche Stärke. Das Comeback des US-Dollar wurde von spürbaren Kapitalbewegungen insbesondere aus Europa heraus in die USA begleitet. Nicht nur Portfolioumschichtungen in US-Dollaranlagen dürften dabei eine Rolle gespielt haben.

Die „Flucht in die Qualität“ spiegelte sich 2014 auch in der Performance der Anlageinstrumente wider. So zeigten US-Aktien und Schweizer Valoren unter den entwickelten Märkten in lokaler Währung merkliche relative Stärke. Beachtlich fiel auch der Ertrag bei langlaufenden deutschen Staatsanleihen aus, worin allerdings auch eine gewisse Alternativlosigkeit im aktuellen Niedrigzinsumfeld zum Ausdruck kam. Rohstoffe führten ab der Jahresmitte ein gewisses Eigenleben und kamen dabei ordentlich ins Rutschen. Besonders rasant war die Talfahrt bei den Gruppen Energie und Getreide. Die Notierungen der Rohölsorte Brent verließen angesichts wachsender Angebotsüberschüsse und kurzfristig nicht absehbarer Marktbereinigung den langjährigen Gravitationsbereich zwischen 100 und 115 US-Dollar je Barrel und fielen unter die 80 Dollar-Marke.

„Sicherheit“ 2014 zunehmend gefragt

Indexiert, 01.01.2014=100, in Euro



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Renten vorne

Unter den Anlageklassikern schnitten Renten gemessen an der kumulierten Jahresperformance per 19.11.2014 im hier betrachteten Anlageuniversum am besten ab. Mit Bundesanleihen war insgesamt ein ansehnlicher Ertrag zu erzielen (iBoxx Deutschland: +8,1 %). Auf internationaler Ebene fielen bei Aktien die Ergebnisse sehr unterschiedlich aus. Während Euro-Aktien (ES50: +3,1 %) und deutsche Dividendenpapiere (DAX30: +1,0 %) quasi auf der Stelle traten, wiesen US-Werte auch aufgrund des starken Dollar in Euro ein kräftiges Plus auf (S&P500: +24,0 %). Geldmarktengagements (3M-Euro: +0,2 %) lagen real im Minus. Rohstoffe belastete die Verschlechterung der fundamentalen Marktverhältnisse. Nur durch den deutlichen Kursanstieg des US-Dollar wurde sowohl bei Rohstoffen (CRB-Index: +4,5 %) als auch bei Gold (+7,4 %) ein Abrutschen in die Verlustzone auch auf Eurobasis vermieden.

2 Helaba Kapitalmarktszenarien und -prognosen

2.1 Pfeilschneller Überblick 2015

Szenarien 2015	Wahrschein-lichkeit	Wachstum	Inflation	Renten Deutschland	Euro	Aktien
Bonsai	70%	↗	→	↘	→	→
Obstgarten	15%	↑	↗	↓	↑	↑
Wüste	15%	↘	↘	↗	↓	↓

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

- Die Tabelle gibt einen schematischen Überblick der wichtigsten Größen am Kapitalmarkt und fasst sie in drei konsistente Szenarien zusammen.
- Dabei wird jedem Szenario eine Eintrittswahrscheinlichkeit zugeordnet.
- Die Pfeilrichtung drückt die Veränderung gegenüber dem Vorjahreswert aus.
- Bis auf den Rentenmarkt wird bei dieser komprimierten Einschätzung auf die weltweite Entwicklung abgestellt.
- Die Pfeile zum Rentenmarkt beziehen sich auf die Kursentwicklung.

2.2 Hauptszenario (70%)

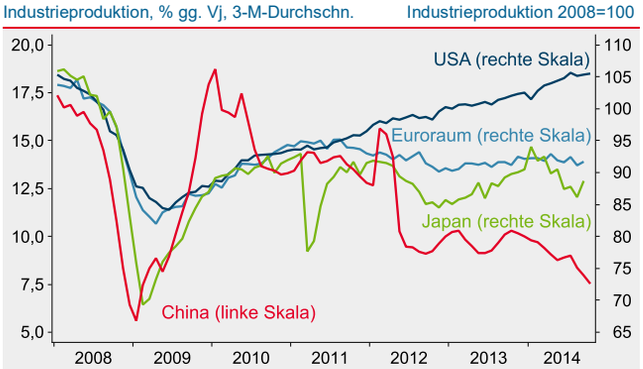
2.2.1 Szenario und Prognosen

Bonsai:
Wachstum ohne Größe

In unserem **Hauptszenario „Bonsai“** gewinnt das Wachstum der Weltwirtschaft 2015 etwas an Dynamik. Auch im Jahr sieben nach Beginn der Finanzkrise kann aber nicht von einem breiten selbsttragenden globalen Aufschwung gesprochen werden. Jenseits des Ölpreisrückgangs und lockerer Geldpolitik sind global keine wirklichen Wachstumstreiber auszumachen. Die strukturellen Wachstumshemmnisse werden voraussichtlich auch 2015 noch erheblichen Einfluss haben. Lediglich die USA haben es geschafft, ihre Produktion wieder über das Vorkrisenniveau von 2008 zu heben. Insbesondere Japan und der Euroraum zeigen sich schwach. Hier ist im Laufe des Jahres eine leichte Besserung zu erwarten.

Schwache Industrie – Lichtblick USA

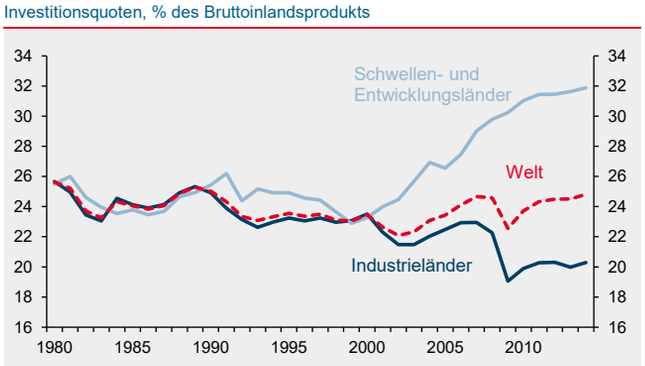
Industrieproduktion, % gg. Vj, 3-M-Durchschn. Industrieproduktion 2008=100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Kaum Investitionen in den Industrieländern

Investitionsquoten, % des Bruttoinlandsprodukts

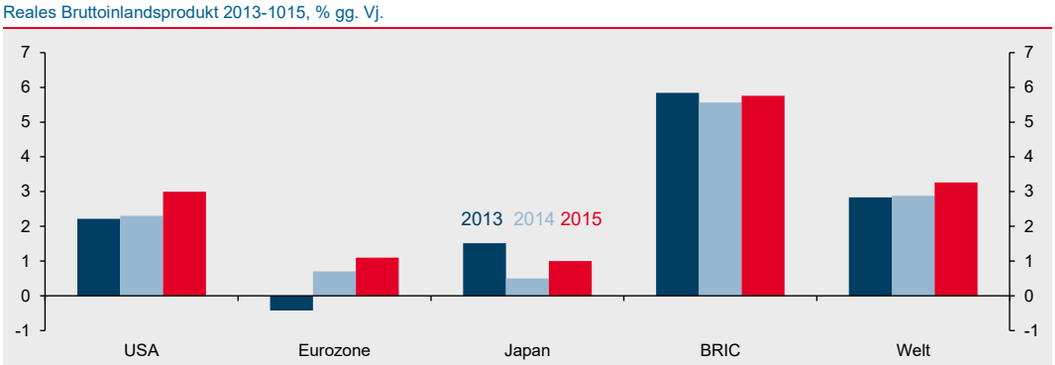


Quellen: IWF World Economic Outlook, Helaba Volkswirtschaft/Research

In den Schwellenländern dürfte die Aufholphase, die in der Vergangenheit eine überdurchschnittliche Investitionsdynamik generierte, beendet sein. Davon sind insbesondere die beiden Schwergewichte China und Brasilien betroffen. Fehlallokation von Kapital (Immobilienblase in China, Misswirtschaft in Brasilien), Strukturprobleme und politische Konflikte (Russland) erfordern darüber hinaus eine Neuausrichtung dieser Volkswirtschaften. Die Investitionstätigkeit in den großen Schwellenländern dürfte nur noch mit geringeren Raten wachsen, zumal mit der Zinswende in den USA weniger Mittel in diese Länder fließen werden. Insgesamt zeichnet sich damit für die Weltwirtschaft auch 2015 nur ein relativ flacher Investitionspfad ab.

Moderate Wachstumsbeschleunigung: Ein Bonsaiwachstum

Reales Bruttoinlandsprodukt 2013-1015, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ungelöste Strukturprobleme und eine hohe Regulierung bremsen die privaten Investitionen. Zusammen mit den zyklischen Divergenzen ergibt sich für die Weltwirtschaft nur ein Bonsaiwachstum – ohne signifikante Größe.

Wirtschaftswachstum

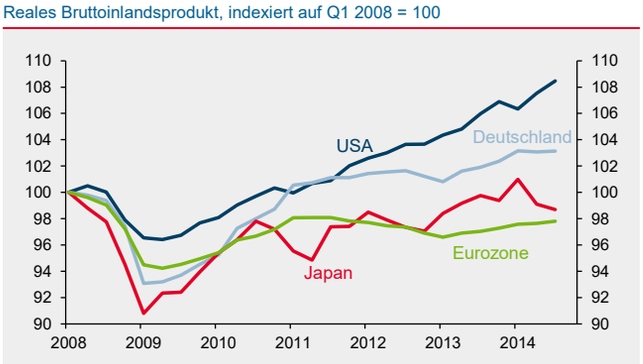
Globales Wachstum nur wenig höher

Die Weltwirtschaft bleibt auf Erholungskurs, allerdings fällt der Zuwachs 2015 mit 3,3 % nur wenig höher aus als 2014. Die **Vereinigten Staaten** bauen ihren zyklischen Vorsprung vis-à-vis der Eurozone aus. Nachdem die „Winterdelle“ 2014 rund einen halben Prozentpunkt Wachstum gekostet hat, ist die US-Wirtschaft 2015 auf Kurs für einen Anstieg des realen BIP um 3 %. Die Investitionsdynamik zieht an und die Konsumenten profitieren vom bereits weit fortgeschrittenen Schuldenabbau, steigender Beschäftigung und der Entlastung seitens der Energiepreise. Die Fiskalpolitik bremst 2015 in den USA kaum noch, weltweit wohl gar nicht mehr, die Konjunktur. Rückenwind kommt zudem von der weiter lockeren Geldpolitik.

Viel verhaltener ist die Entwicklung im **Euroraum**. Die Spaltung zwischen Ländern wie Spanien, die Strukturreformen durchgeführt haben, und Reformnachzüglern wie Italien ist enorm. Das lebhafte Wachstum in Spanien zeigt, dass es weniger die schwache Weltkonjunktur, sondern die nicht erledigten Hausaufgaben sind, die die Eurozone bremsen. Das von der EU-Kommission geplante Konjunkturpaket entspricht mit 300 Mrd. Euro immerhin gut 2 % des BIP in der EU. Ungeklärt ist aber bislang, in welchem Ausmaß tatsächlich neue Elemente in diesem Programm enthalten sind. Zu berücksichtigen sind zudem Wirkungsverzögerungen, so dass 2015 bestenfalls mit kleinen positiven Effekten zu rechnen ist. Das Wirtschaftswachstum des gemeinsamen Währungsraums wird weiterhin von Frankreich und Italien gebremst, so dass die Eurozone um nur rund 1 % zulegt.

Wirtschaftswachstum: USA vorn, Eurozone hinten

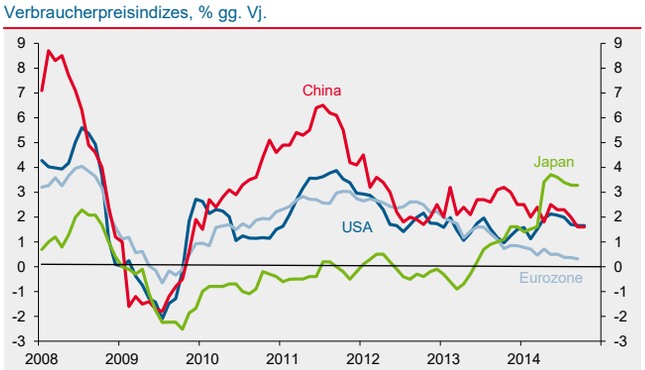
Reales Bruttoinlandsprodukt, indexiert auf Q1 2008 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Inflation kein Thema

Verbraucherpreisindizes, % gg. Vj.



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Deutschland bleibt trotz der aktuellen, die Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigenden „Reformen“ in der Renten- und Arbeitsmarktpolitik sowie der Einführung des Mindestlohns 2015 konkurrenzfähig. Die Abschwächung im zweiten Halbjahr 2014 ist im Wesentlichen konjunkturbedingt. Weitere wirtschaftspolitische Belastungen dürften 2015 ausbleiben. Seit Jahren ist allerdings eine chronische Investitionsschwäche zu konstatieren. Der Konsum hilft, die zurzeit schwache Exportentwicklung abzufedern. Die Dynamik wird 2015 allmählich wieder zunehmen, so dass ein Wirtschaftswachstum von 1,3 % erreicht werden dürfte.

Inflation

Der kräftige Rückgang der Ölpreise Ende 2014 dämpft die Teuerungsraten zunächst merklich. Global wird sich – wie in den Vorjahren – zeigen, dass Deflations- und Inflationsängste gleichermaßen deplatziert sind. Der Anstieg der Verbraucherpreise bleibt weltweit bei rund 3 %. Obwohl sich in den USA die Erholung am Arbeitsmarkt zunehmend in der Lohnentwicklung niederschlagen wird und die Kernteuerung leicht steigen dürfte, ziehen die Energiepreise den Jahresdurchschnitt nach unten. Die Verbraucherpreise insgesamt dürften 2015 nur um 1,2 % zunehmen. Der drastisch gesunkene Ölpreis wirkt sich auch in der Eurozone aus. Die Verbraucherpreise dürften 2015 nur um 0,8 % zulegen. Die deutsche Inflationsrate sollte wegen Tariflohnabschlüssen in der Größenordnung von nahezu 3 % und der Einführung des Mindestlohnes mit 1,1 % etwas höher ausfallen.

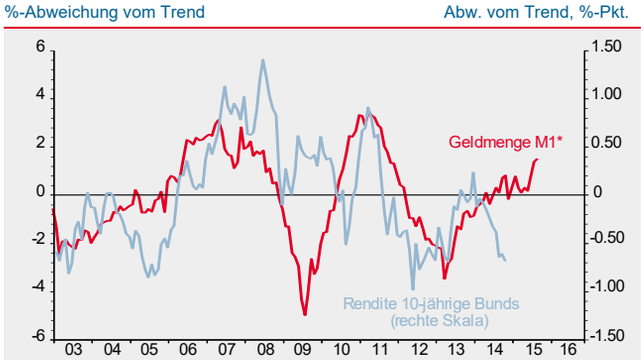
Renten

EZB greift zu zusätzlichen Maßnahmen

Das historisch hohe Kursniveau im Euroraum bleibt durch die EZB, insbesondere bei kurzen und mittleren Laufzeiten, gut unterstützt. Die Zinssenkungskarten sind zwar alle ausgespielt. Mit einem erweiterten Ankaufprogramm von Unternehmensanleihen und Staatspapieren setzt Mario Draghi den Lockerungskurs fort und geht von einer Zinssteuerung zu einer Lenkung der EZB-Bilanzsumme über. In diesem Umfeld erscheint eine Rücknahme des negativen Einlagenzinses zweckmäßig. Die EZB schafft mit ihrer aggressiven Geldpolitik ein Gegengewicht zur Zinswende in den USA. Hier ist mit einem Renditeanstieg 10-jähriger Staatsanleihen auf 3,0 % bis Jahresende zu rechnen. Die Bunds-Rendite wird im Zuge einer zyklischen Erholung und abebbender Deflationsängste auf 1,1 % steigen. In der europäischen Peripherie dürfte das Ankaufprogramm der EZB für nochmals spürbar reduzierte Risikoaufschläge sorgen. Die Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen schwankt in Deutschland zwischen 0,5 % und 1,3 % sowie in den USA zwischen 2,2 % und 3,3 %.

Renten: Renditespielraum ausgereizt

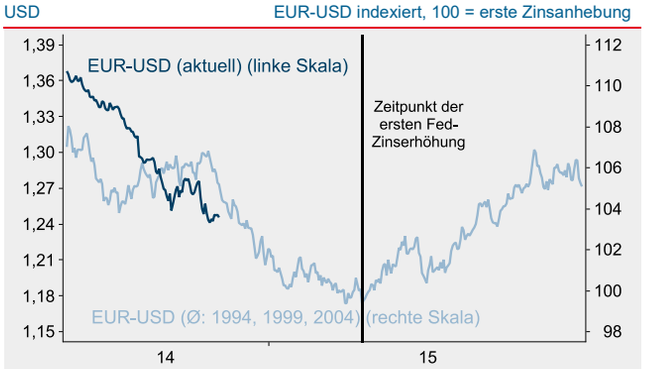
%-Abweichung vom Trend | Abw. vom Trend, %-Pkt.



* Euroraum, ein Jahr nach vorne verschoben
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Fed gibt den Weg für Euro-Dollar-Kurs vor

USD | EUR-USD indexiert, 100 = erste Zinsanhebung



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Euro

Die divergente Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks treibt weiter den Euro-Dollar-Kurs. Die Zinswende der Fed im ersten Halbjahr 2015 sollte den US-Dollar beflügeln, während die expansiven Maßnahmen der EZB wiederum den Euro belasten. Der Euro-Dollar-Kurs hat diese Entwicklungen bereits partiell eingepreist, dürfte bis Mitte 2015 jedoch noch weiter nachgeben. Erfahrungsgemäß weist die US-Währung im Vorfeld einer Zinswende die stärksten Gewinne auf. Im Abschluss sind Gegenbewegungen bei den Wechselkursen nicht unüblich, zumal der Zinserhö-

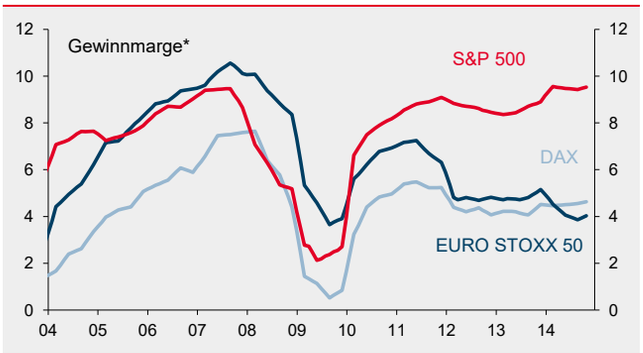
hungszyklus langsamer als gewöhnlich vonstattengehen sollte. Die bereits ausgeprägte Positionierung pro US-Dollar begrenzt ohnehin das Aufwertungspotenzial. Da sich überdies die noch schwächelnde Konjunktur der Eurozone im Verlauf von 2015 festigt und damit der Druck auf die EZB nachlässt, dürfte sich der Euro-Dollar-Kurs bis Ende 2015 wieder erholen. (Euro-Dollar-Kursspanne 2015: 1,10 bis 1,30).

Aktien

Mit den Jahreshöchst- und -tiefstständen 2014 dürften Aktien auch das Kursspektrum für 2015 abgesteckt haben. Wachstumszweifel werden voraussichtlich bis ins Frühjahr hinein die Notierungen drücken, bevor eine allmähliche Konjunkturerholung auch wieder steigende Aktienkurse ermöglicht. Die insgesamt hohe Bewertung beschränkt das fundamentale Ertragspotenzial allerdings auf das Ausmaß des Anstiegs der Unternehmensgewinne. Angesichts der verhaltenen Dynamik der Weltwirtschaft sind insgesamt nur moderate Gewinnzuwächse zu erwarten. Dabei dürften die Nettoergebnisse der US-Unternehmen bei Abbau der zuletzt sehr hohen Margen geringer zulegen als die Umsätze. Bei EURO STOXX 50- und DAX-Unternehmen haben die Margen dagegen eher noch Luft nach oben, so dass die Nettoergebnisse etwas stärker steigen dürften als die Umsätze. Da zudem die US-Geldpolitik ihren Expansionsgrad reduziert, während die EZB noch nachlegen wird, dürften sich Euro-Aktien 2015 etwas besser entwickeln als ihre US-Pendants. (DAX-Spanne 2015: 8.300 bis 10.000 Punkte).

Euro-Aktien mit Chance auf Margenerholung

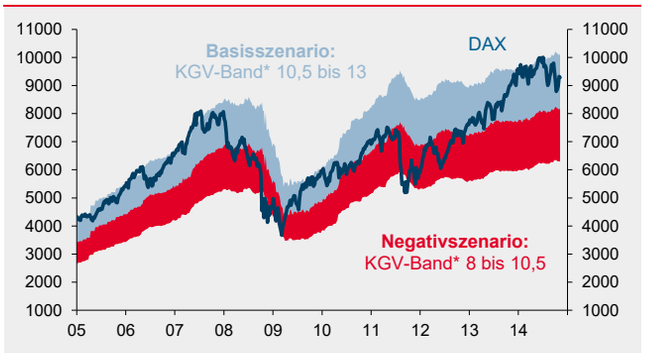
%



* Nettoergebnis durch Umsatz auf Basis der letzten 4 Quartale
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Kurspotenzial insgesamt aber überschaubar

Index



*auf Basis der 12M-Konsensgewinnschätzungen
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Asset-Allocation

Neutrale Positionierung angesagt

Für das Gesamtjahr 2015 ist angesichts der fundamentalen Perspektiven bei keinem der Anlageklassiker ein wirklich attraktives Verhältnis von Chancen und Risiken auszumachen. In den Mischportfolien ist im Jahresverlauf eine Anhebung der Aktienquote auf Neutralwert ratsam. Renten sollten im Gegenzug zu Gunsten von Immobilien leicht untergewichtet werden. Da die Notierungen von Rohstoffen und Gold sich wahrscheinlich bestenfalls stabilisieren werden, stellen sie selbst im Rahmen der Depotbeimischung kaum eine ernst zu nehmende Alternative dar. Insgesamt empfiehlt sich eine recht enge Anlehnung an eine als langfristig angelegte strategische Allokation (Helaba-Sollportfolien).

2.2.2 Kapitalmarktprognosen des Hauptszenarios in Zahlen

	aktueller Stand*	Q1/2015	Q2/2015	Q3/2015	Q4/2015
Zinsen USA					
Federal Funds Rate**	0,13%	0,38%	0,63%	0,88%	1,38%
3-Monats-USD-Libor	0,23%	0,80%	1,30%	1,60%	1,80%
10-jähr. Treasuries	2,34%	2,80%	2,90%	3,00%	3,00%
Zinsen Eurozone					
EZB-Mindestbietungssatz	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
3-Monats-Euribor	0,08%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
10-jähr. Bundesanleihen	0,80%	0,75%	0,90%	1,00%	1,10%
Währungen					
US-Dollar je Euro	1,25	1,20	1,15	1,20	1,25
Aktien					
DAX	9.484	8.700	8.900	9.300	9.800
Euro Stoxx 50	3.102	2.900	3.000	3.100	3.200

* 20.11.2014
** Mitte des Zielbandes
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

2.3 Alternativszenario: Obstgarten (15 %)

Abnehmende Regulierung trägt Früchte

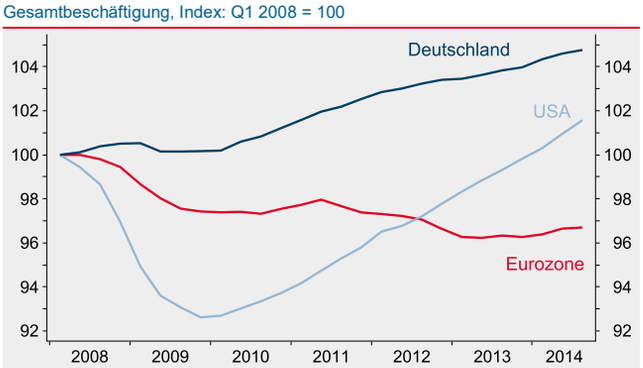
Im positiven Alternativszenario (15 %) „**Obstgarten**“ kann die Weltwirtschaft mit Wachstumsraten um 4 % an die Vorkrisenzeit anknüpfen. In allen großen Wirtschaftsregionen setzt ein synchroner Aufschwung ein. Abnehmende Regulierung legt innovative Kräfte frei, Investitionen und private Nachfrage können sich wieder entfalten und Früchte tragen. Getrieben von einer hohen Nachfragedynamik beschleunigt sich die Inflation. Mit dem stärkeren Wachstum zeichnet sich eine allmähliche Zinsnormalisierung ab. Die Notenbanken werden sich sukzessive zurückziehen und ihre Geldpolitik in Richtung „Neutralität“ bewegen. Dies bedeutet empfindliche Kursverluste für Renten. Aktien hingegen setzen dank der blühenden Unternehmensperspektiven ihren Aufwärtstrend fort. Der Euro ist aufgrund des höheren Nachholbedarfs gesucht und wertet kräftig auf.

Wirtschaftswachstum

In den **USA** platzt der Knoten, der bisher einen kräftigen, sich selbst verstärkenden Aufschwung verhindert hat. Die extrem expansive Geldpolitik kommt endlich voll zur Wirkung. Die Banken greifen auf die reichlich vorhandenen Überschussreserven zurück und fahren ihre Kreditvergabe auf breiter Front hoch. Konsum, Wohnungsbau und Unternehmensinvestitionen überraschen alle positiv. Der Beschäftigungsaufbau beschleunigt sich noch. Die Wachstumsrate liegt 2015 in den USA näher bei 4 % als bei 3 %.

Beschäftigung in der Eurozone legt zu

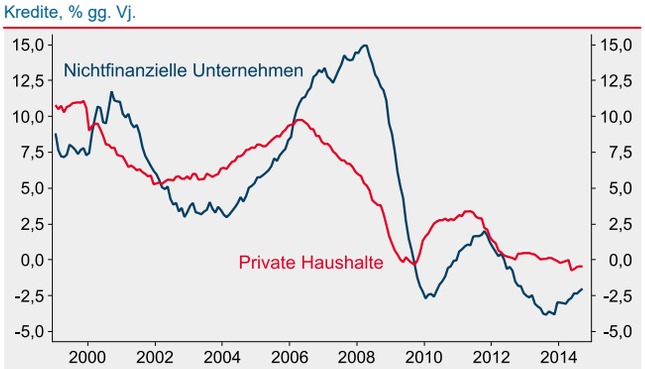
Gesamtbeschäftigung, Index: Q1 2008 = 100



Eurozone: Letzter Wert Schätzung
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Kreditvergabe in der Eurozone springt an

Kredite, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Das Wachstum in den Schwellenländern fällt 2015 höher aus, da u.a. auch diese verstärkt strukturelle Anpassungen vornehmen. **Deutschland** kann hiervon kräftig profitieren und erreicht eine Wachstumsrate von etwa 2 %. Spanien und Deutschland werden zu einer Wachstumslokomotive für die **Eurozone**. Selbst Frankreich und Italien schwenken auf einen echten Reformkurs ein. Dabei führt der aufgestaute Nachholbedarf in den Krisenländern z.B. bei Autokäufen und im Bau zu stärkerer Nachfrage auch in anderen europäischen Ländern. Die Kreditnachfrage springt an und die Arbeitsmärkte verbessern sich signifikant.

Inflation

Die robuste globale Konjunktur treibt die Rohstoffpreise vor allem im Energiebereich wieder deutlich nach oben und schiebt so die Teuerung an. Die Preisüberwälzungsspielräume nehmen weltweit zu. Mit etwas Verzögerung ziehen die Löhne nach, je nach Position des Landes im Zyklus mit unterschiedlicher Dynamik. Die Teuerungsrate in den USA bewegt sich in Richtung 4 %. Während sich die Inflation im Euroraum bei Werten um 1,5 % festigt, springt die deutsche Inflation auf etwa 2 %.

Renten

Die deutlich anziehende Konjunkturdynamik und steigende Inflationserwartungen in den Industrieländern zeigen, dass die extrem expansive Geldpolitik mit einiger Verzögerung bemerkenswerte Wirkung entfaltet. Während die US-Notenbank aufgrund dieser Erfahrung das Tempo der Zinsnormalisierung erhöht, setzen die Anleger ebenfalls auf einen rascheren Richtungswechsel der EZB. Die Zinsstrukturen im Euroraum werden extrem steil. Die Rendite 10-jähriger Bunds überspringt die 2 %-Marke.

Euro

Von einer kräftigen weltweiten Wachstumsbeschleunigung profitiert insbesondere die Eurozone. Daher sollte dann nicht nur die US-Notenbank, sondern insbesondere auch die EZB ihre Geldpolitik wieder normalisieren. Dies dürfte vorrangig den Euro beflügeln. Im Zuge einer wachsenden Risikoneigung an den Finanzmärkten fließt wieder vermehrt Kapital in die Eurozone. Der Euro-Dollar-Kurs steigt bis auf 1,40.

Aktien

Das starke Wirtschaftswachstum sorgt für deutliche Umsatzsteigerungen bei den Unternehmen. Die Margen bleiben hoch (USA) bzw. können sogar noch gesteigert werden (Euroraum), so dass die Gewinne überdurchschnittlich zulegen. Damit werden die negativen Effekte einer allmählichen Zinsnormalisierung mehr als ausgeglichen. Aktien weltweit können zweistellige Zuwächse verbuchen. Der DAX überwindet die 11.000er Marke.

2.4 Alternativszenario: Wüste (15 %)

Die weltweite Nachfrage verdorrt in der Wüste

Im negativen Alternativszenario (15 %) „**Wüste**“ verdorrt die weltweite Nachfrage. Selbst die reichliche Liquidität der Notenbanken versickert und bringt kein Wachstum. Die Schwellenländer sowie der Euroraum ziehen die Weltwirtschaft in eine Rezession. In China schlägt der Versuch fehl, die Wirtschaft zu rebalancieren. Die Immobilienblase platzt und der hohe Bestand an faulen Krediten bringt die Banken in Schieflage. Global ist ein Anstieg der Arbeitslosigkeit zu beobachten. Die Investitionstätigkeit kommt zum Erliegen. Die Inflation gibt weiter nach, im Euroraum und in Japan macht sich Deflation breit. Weltweit versuchen Notenbanken mit einer Nullzinspolitik sowie umfassenden quantitativen Maßnahmen gegenzusteuern. Die Fiskalpolitik flankiert zusätzlich mit Konjunkturprogrammen. Die Risikoaversion an den Kapitalmärkten nimmt deutlich zu, so dass Renten trotz des niedrigen Zinsniveaus Kursgewinne generieren. Aktien erleiden heftige Kursverluste, der US-Dollar ist als sicherer Anlagehafen gesucht.

Wirtschaftswachstum

Statt dem Rest der Welt Impulse zu geben, wird die **US-Wirtschaft** in den Mahlstrom der globalen Schwäche gezogen. Sie wächst deutlich unter ihrem Trend von rund 2 % oder stagniert sogar. Vor allem eine krisenhafte Zuspitzung in China belastet. Die US-Arbeitslosigkeit nimmt zu.

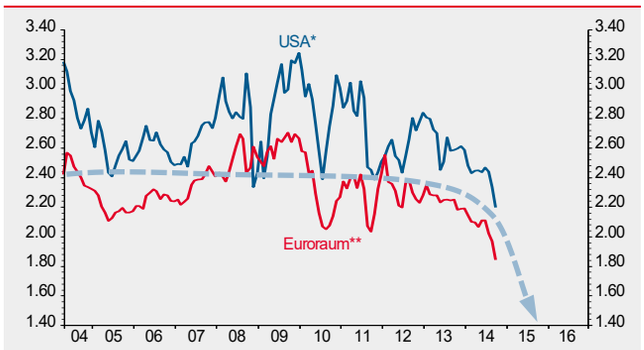
Das **deutsche Wachstum** wird von einer schwachen Konjunktur in den Schwellenländern, der Verschärfung der Russland-Sanktionen sowie der wieder aufkeimenden Euro-Schuldenkrise belastet. Die Investitionen fallen und der Beschäftigungsaufbau stoppt. Die deutschen Konsumenten sind verunsichert. Für 2015 kann deswegen ein Rückgang des BIP von 1 % nicht ausgeschlossen werden. Länder wie Frankreich und Italien, die ihre Wettbewerbsfähigkeit in den vergangenen Jahren nicht erhöht haben, kommen nicht aus Krise heraus. Bei Wahlen gewinnen Euro-kritische Parteien und gefährden damit den Reformkurs in der **Eurozone**.

Inflation

Weiter fallende Energiepreise und eine zunehmende Unterauslastung führen zu noch stärkerem Abwärtsdruck auf die Teuerung. Die Inflationsraten in den Krisenländern werden negativ. Selbst die deutsche Inflationsrate liegt im Jahresdurchschnitt kaum über der Nullgrenze. Bei fallenden Kernraten entfernt sich die Teuerung noch weiter von den Zielwerten der großen Notenbanken. Deflation wird zum Thema, sowohl für die USA als auch die Eurozone.

Inflationserwartungen verlieren Anker

Inflationserwartungen an den Finanzmärkten, %

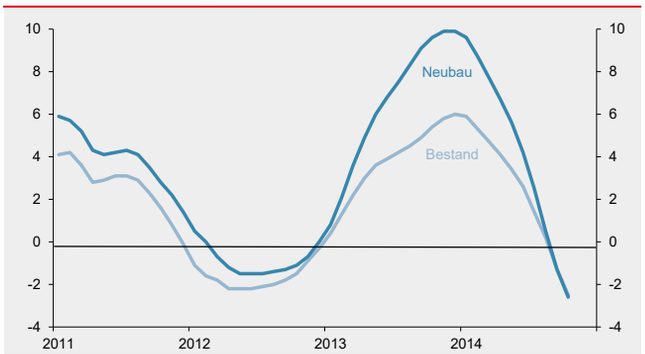


*Fed 5J./5J. Forward Breakeven (TIPS) **5J.-Forward des 5J. Inflations-Swaps

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Risikofaktor chinesischer Immobilienmarkt

Wohnimmobilienindex, % gg. Vj.



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Renten

In Sorge vor einer erneuten Eskalation der europäischen Schuldenkrise flüchten Anleger in US-Treasuries und Bundesanleihen. Die Risikoaufschläge bei Peripherie-Anleihen steigen gleichzeitig spürbar an. Weltweit versuchen die Notenbanken durch neue Ankaufprogramme und üppige Liquiditätsausweitung die Kapitalmärkte zu stabilisieren. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen sinkt in den Bereich um die Null-Prozent-Marke.

Euro

Unter der schwachen Weltkonjunktur leidet vor allem die Eurozone. Die europäische Schuldenkrise rückt wieder in den Fokus. Die EZB pumpt daher sehr viel Liquidität in die Märkte, was den Euro belastet. Internationale Anleger ziehen zudem Kapital aus der Eurozone, aber auch aus den Schwellenländern ab. Der US-Dollar profitiert von seinem Status als „Safe Haven“. Der Euro-Dollar-Kurs fällt auf die Parität.

Aktien

Umsatzrückgänge und Margendruck führen zu spürbaren Gewinneinbußen der Unternehmen. Die ultralockere Geldpolitik kann dies nicht kompensieren. Die Risikoaversion nimmt deutlich zu und sorgt zudem für merkliche Bewertungsabschläge. An den Aktienmärkten brechen die Notierungen ein. Der DAX fällt in den Bereich um 6.000 Punkte zurück.

FINE
GOLD
999.9
1000g

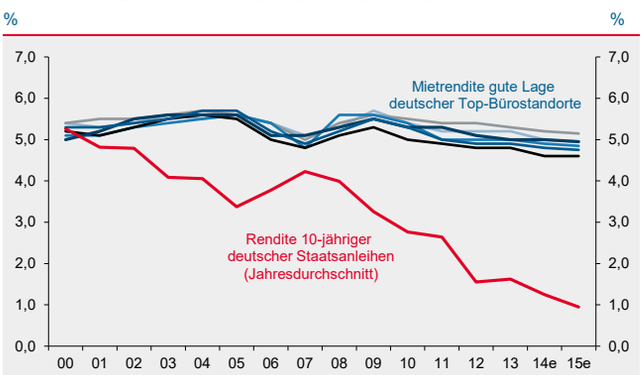
3 Ausgewählte Märkte

3.1 Immobilien: Profiteur des Niedrigzinsumfelds

Immobilien bleiben als Anlageklasse begehrt

Im anhaltenden Niedrigzinsumfeld bleiben Immobilien als Kapitalanlage attraktiv. Umfragen deuten darauf hin, dass institutionelle Investoren auch 2015 die Immobilienquote in ihren Portfolios erhöhen möchten. Entsprechend sind die Transaktionsvolumina gewerblicher Immobilien am deutschen und europäischen Investmentmarkt 2014 erneut deutlich gestiegen. Sie haben fast wieder das Niveau vor der Finanzkrise erreicht. Dabei konzentrierte sich die Nachfrage der Investoren lange auf hochwertige Immobilien in besten Lagen, bei denen es angesichts des begrenzten Angebots zu deutlichen Preissteigerungen gekommen ist. Inzwischen scheint der Risikoappetit vieler Immobilienanleger wieder zuzunehmen. Da die Kaufpreise z.B. erstklassiger Büroimmobilien kräftiger zulegen als die Büromieten, sind die Mietrenditen gefallen, sogar auf die Tiefstände des letzten Booms. Im Gegensatz zu damals beträgt der Spread der Mietrendite in den deutschen Top-Bürostandorten zu 10-jährigen Bundesanleihen mehr als 350 Basispunkte, 2007 waren es nicht einmal 100 Basispunkte. Nach unserer Zinsprognose bleibt die Risikoprämie 2015 im langjährigen Vergleich sehr hoch und damit die Assetklasse Immobilien relativ attraktiv.

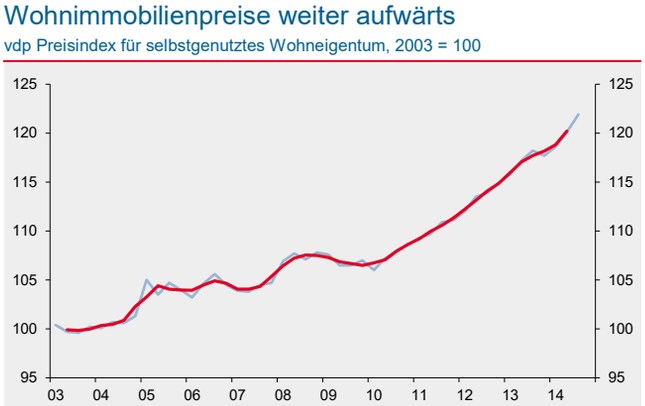
Unverändert hohe relative Attraktivität



Quellen: Feri, Helaba Volkswirtschaft/Research

Wohnimmobilienpreise weiter aufwärts

vdp Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum, 2003 = 100



Quellen: vdp, Helaba Volkswirtschaft/Research

Allerdings kann die Entwicklung am deutschen Bürovermietungsmarkt nicht mit der am Investmentmarkt Schritt halten. Die Flächennachfrage sollte angesichts des moderaten Wirtschaftswachstums und der weiterhin großen Unsicherheit der Unternehmen nicht spürbar zunehmen. Der Anstieg der Bürobeschäftigung dürfte 2015 geringer ausfallen als in den Vorjahren, in denen bereits Beschäftigungszuwächse vor allem in nicht bürorelevanten Sektoren (wie Gesundheit, Erziehung) stattfanden. Die zaghafte Nachfrage trifft auf moderat zunehmende Fertigstellungen. Damit eröffnet sich – von einigen Spitzenlagen abgesehen – kein nennenswertes Mietsteigerungspotenzial am deutschen Büromarkt. Der Leerstandsabbau wird weitgehend zum Stillstand kommen.

Deutsche Hauspreise steigen weiter

Am deutschen Wohnungsmarkt wird sich die Situation auf Jahressicht wenig ändern. Die Nachfrage nach Wohnraum bleibt bei weiter steigender Bevölkerungszahl insbesondere in den Ballungsräumen und der insgesamt positiven Lage am Arbeitsmarkt hoch. Die Bautätigkeit nimmt zwar nochmals zu, wird aber wohl auch 2015 unter dem Bedarf liegen. Damit ist der Preisanstieg in vielen deutschen Städten zu einem guten Teil fundamental begründet. Die sehr niedrigen Finanzierungszinsen halten den Wohneigentumserwerb erschwinglich. Auch sollte das Interesse an Immobilien bei anhaltendem Anlagenotstand im extremen Niedrigzinsumfeld nicht abklingen. Vor diesem Hintergrund sollten die Preise am deutschen Wohnungsmarkt 2015 weiter zulegen, auch wenn die Dynamik etwas nachlassen könnte. Eine Überhitzung in einzelnen Teilmärkten des Wohnungsmarktes ist damit zwar nicht auszuschließen. Eine Immobilienblase halten wir aber aus heutiger Sicht in Deutschland für wenig wahrscheinlich. Dagegen sprechen vor allem die im internationalen Vergleich weiterhin konservative Finanzierungspraxis, die bisher nur zögerlich zunehmenden Kreditvolumen bei der Wohnungsfinanzierung sowie das im internationalen Vergleich insgesamt überschaubare Ausmaß des deutschen Hauspreisanstiegs in den letzten fünf Jahren.

3.2 Rohstoffe: Bodenbildung bei allmählicher Marktbereinigung

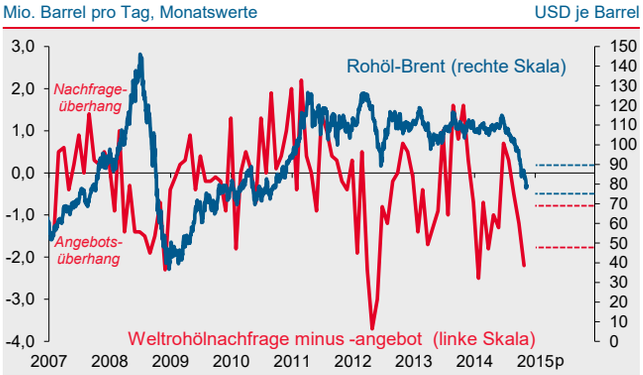
Kapazitätswachstum hält Ölpreis 2015 in Schach

Sowohl Nachfrage als auch Angebot sind bei Rohöl kurzfristig relativ preisunelastisch. Dies führt in gewissen Abständen dazu, dass es zu drastischen Preisbewegungen nach oben oder unten kommt. Auf der Angebotsseite hängt dies ähnlich wie bei Primärmetallen zumeist mit ausgeprägten Investitionszyklen, aber auch mit technologischem Fortschritt in der Gewinnung zusammen. Kurzfristig können die an den Rohstoffmärkten agierenden Finanzinvestoren Preistrends durchaus verstärken. Entscheidend sind für die Preisentwicklung aber die maßgeblichen Kräfte des physischen Angebots. Besondere Bedeutung hat hierbei Saudi-Arabien als größtes Ölförderland der OPEC. Als „Swing-Produzent“ versuchte es in den vergangenen Jahren, einen relativ auskömmlichen und zugleich weitgehend konjunkturunschädlichen Gleichgewichtspreis durch sein eigenes Angebotsverhalten zu ermöglichen.

Da durch technologische Verbesserungen und durch massive Investitionen in die Rohölerschließung in Nicht-OPEC-Ländern inzwischen aber umfangreiche und noch wachsende neue Kapazitäten zur Verfügung stehen und gleichzeitig in den OPEC-Ländern Irak, Iran und Libyen erhebliches kurzfristiges Produktionspotenzial vorhanden ist, scheinen sich die Spielregeln zu ändern. Ähnlich wie 1985/86 sind die Saudis offenbar nicht bereit, durch einseitige Produktionskürzungen im Sinne einer Preiserholung Marktanteile dauerhaft zu verlieren. Die Disziplinierung der übrigen Anbieter wird aufgrund unterschiedlichster Interessen und gegebener Budgetzwänge aber kaum rasch zu erreichen sein. Daher wird beim Rohölpreis in 2015 wohl erst einmal der Deckel drauf sein. Allerdings müssten im Bereich zwischen 70 und 80 USD je Barrel Opportunitätskäufe stützen. Angesichts der anhaltenden geopolitischen Spannungen dürften potente Verbraucher ihre strategischen Reserven weiter ausbauen. Der Preis der Rohölsorte Brent wird sich 2015 wahrscheinlich in der Spanne zwischen 75 und 90 USD je Barrel bewegen.

Brent: Physisches Angebot gewinnt Oberhand

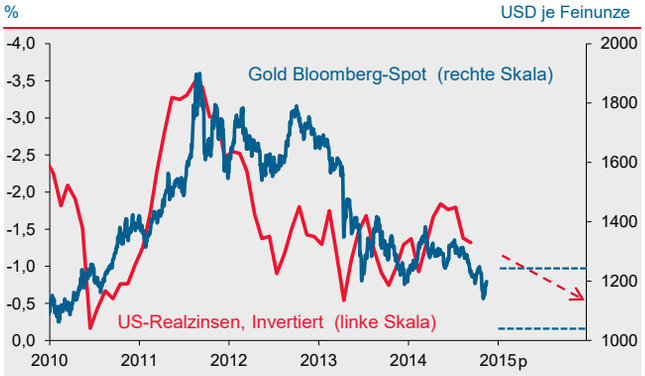
Mio. Barrel pro Tag, Monatswerte | USD je Barrel



p=Prognosespannen
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gold: Monetäres Umfeld drückt Investmentnachfrage

% | USD je Feinunze



p=Prognosespanne bzw. -richtung
Quellen: Bloomberg, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gold bleibt 2015 auch fundamental unter Druck

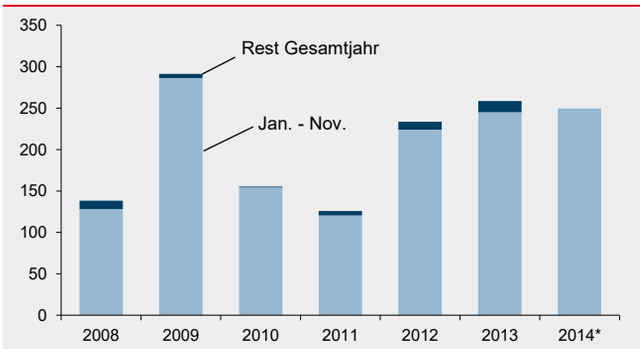
Die Entwicklung des Goldpreises wird maßgeblich durch die US-Realzinsen beeinflusst. Dies gilt heute umso mehr, da institutionelle Investoren sich seit dem vergangenen Jahrzehnt über entsprechende Investmentvehikel massiv in der physischen Goldanlage engagiert haben. Die Funktion als Dollar- bzw. Inflations-Hedge spielt für sie nämlich eine große Rolle. Weniger wichtig dürfte ihnen dagegen die ereignisgetriebene Versicherung durch Gold sein, die bei vielen privaten Kleinanlegern im Vordergrund steht. Zudem haben sie viel stärker die Opportunitätskosten im Blick. So hat auch der Reiz des gelben Metalls nach dem Tiefpunkt der US-Realzinsen in 2011 sichtbar nachgelassen. Bleiben andere Hoffnungsträger wie der Juwelier- und Industriesektor sowie die Notenbanken auf der Nachfrageseite. Die großen westlichen Notenbanken haben eher ein natürliches Interesse an einem niedrigen Goldpreis. Die Perspektiven in den Schwellenländern sprechen gleichzeitig für verhaltene Juwelier- und Industrienachfrage. Der Goldpreis ist noch auf Bodensuche und wird sich 2015 wahrscheinlich in der Spanne zwischen 1.050 und 1.250 USD je Feinunze aufhalten.

3.3 Unternehmensanleihen: Corporates-Emittenten weiter im Vorteil

„Wenn alle Brünnlein fließen, so soll man trinken“ werden sich angesichts der üppig sprudelnden Liquidität auch viele Corporate Bond-Emittenten im vergangenen Jahr gedacht haben. Und sie haben getrunken. So viel wie schon seit Jahren nicht mehr: 2014 dürfte das Emissionsvolumen von Euro-Corporates-Anleihen mit rund 270 Mrd. EUR nur knapp hinter dem des Rekordjahrgangs 2009 zurückbleiben. Vor allem Unternehmen aus den Sektoren Auto, Telekommunikation, Industrie und Versorger nutzten die Gunst der Stunde und sicherten sich historisch günstige Finanzierungskonditionen. Zugegriffen haben nicht nur die großen Daueremittenten aus den europäischen Kernländern, sondern auch wieder Vertreter der Peripherieländer. Auch Gesellschaften ohne Bonitätsnote der großen Ratingagenturen und Emittenten aus dem Non-Investmentgrade-Bereich waren neuerdings häufiger gesehene Gäste am Markt für neue Unternehmensanleihen.

Euro-Corporates-Emissionen auf Rekordkurs

Volumen, Mrd. Euro

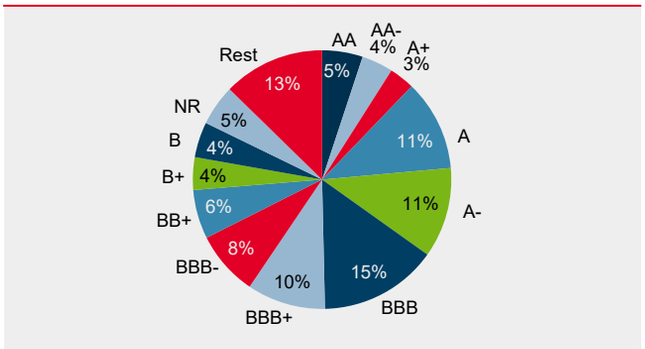


*bis einschl. 14. Nov. 2014

Quellen: Bloomberg, bondradar, Helaba Volkswirtschaft/Research

Mittlerer Investmentgrade-Bereich weiter dominierend

Emissionen nach Rating-Klassen, % (Aufteilung nach Volumen)*



*Stand: 17.11.2014

Quellen: Bloomberg, bondradar, Helaba Volkswirtschaft/Research

Auch 2015 dürfte der Primärmarkt für Corporate Bonds sehr emittentenfreundlich sein. Dies gilt selbst für den Fall, dass die EZB einen ihrer letzten großen Trümpfe noch nicht ausspielt und vorerst vom Ankauf von Unternehmensanleihen absieht. Auch dann wird die Refinanzierung der zur Rückzahlung anstehenden Titel im Volumen von rund 200 Mrd. Euro kein Problem darstellen. Dafür sorgt schon allein die Not vieler Anleger, einigermaßen interessante Renditen für ihr Kapital zu finden. Überdies sprechen die zuletzt ordentlich gefüllten Kassen der Unternehmen dafür, dass viele Firmen bereits in den letzten Monaten Geld für künftige Fälligkeiten, auch über das Jahr 2015 hinaus, auf die Seite gelegt haben.

M&A als Impulsgeber

Dennoch bestehen gute Chancen auf einen weiter wachsenden Euro-Corporate-Bondmarkt. Aus den Investitionsplanungen der Unternehmen lässt sich zwar wenig Kapitalnachfrage ableiten. Im wohl eher mauen Konjunkturumfeld kommen die wenigsten Gesellschaften auf den Gedanken, in neue Fertigungsanlagen oder große Entwicklungsprojekte zu investieren. Allerdings wird es angesichts der vielfach stattlichen Liquiditätsausstattung und der anhaltend niedrigen Zinsen für viele Konzerne immer interessanter, dem Wachstum durch Zukäufe auf die Sprünge zu helfen. So wird das schwer abschätzbare Thema M&A 2015 möglicherweise zur wichtigsten Triebfeder des Neuemissionsmarktes. Nachdem die Welle von Emissionen großer bekannter Namen allmählich abebbt, könnten ferner bonitätsschwächere Adressen aus der zweiten Reihe für neues Angebot sorgen. Gerade diese Klientel klopft oft immer noch vergeblich an die Tür der unter regulatorischen Auflagen ächzenden Banken.

Bei den Tilgungsstrukturen wird sich der Trend zu längeren Laufzeiten und Sonderkündigungsrechten wahrscheinlich fortsetzen. Zu groß ist bei den Emittenten die Verlockung, die niedrigen Zinsen möglichst lange festzuschreiben, ohne bilanzielle Gestaltungsspielräume preiszugeben. Insgesamt dürfte die typische Neuemission 2015 also tendenziell risikoreicher sein als ihre Vorgängerin. Ob das Kapitalmarktumfeld dabei Platz für überdurchschnittlich steigende Risikoaufschläge lässt, bleibt allerdings abzuwarten, oder wie der Dichter sagt: „Ein solches Mädchen findt man nicht wohl unterm Sonnenschein.“

Norwegen-
becken
NORWEGEN
SCHWEDEN
Norwegenrinne
Skagerrak
NORDSEE
VEREINIGTES
KÖNIGREICH
Doggerbank
DÄNEMARK
OSTSEE
NIEDERLANDE
POLEN
Der Kanal
BELGIEN
DEUTSCHLAND
TSCHECHISCHE
REPUBLIK
SLOWAKE
RANKREICH
ÖSTERREICH
UNGARN
SLOWEN
KROATIEN
BOSNIEN &
SERBIEN
ITALIEN
Adriatisches
Meer

4 Länderanalysen

4.1 Deutschland: Positives Umfeld für den Konsum

Dynamik nimmt 2015 zu

Nach zwei Jahren mit Wachstumsraten zwischen Null und nur gut einem halben Prozent war auch 2014 eher enttäuschend. Der Abschwung im zweiten Halbjahr dämpfte den Optimismus. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte mit einem Zuwachs von 1,4 % nur leicht über der Potenzialrate gelegen haben. Für 2015 sollte man allerdings nicht zu pessimistisch sein. Im Jahresverlauf dürfte die Dynamik wieder zunehmen. Aufgrund des niedrigen Ausgangsniveaus wird die Wachstumsrate mit 1,3 % aber sogar etwas niedriger ausfallen als 2014.

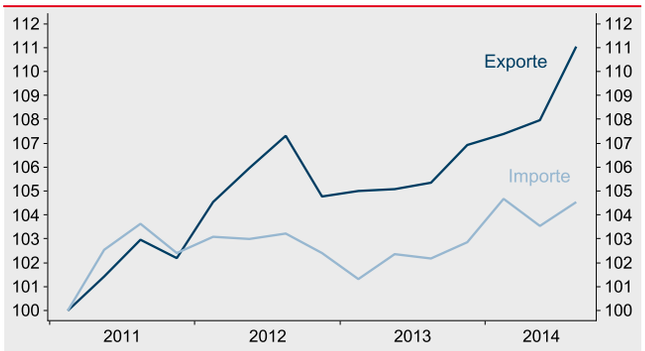
Prognoseübersicht Deutschland

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP*, real	% gg. Vj.	0,2	1,4	1,3	1,6
Budgetsaldo	% des BIP	0,1	0,3	0,3	0,1
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	6,7	7,0	7,0	6,8
Arbeitslosenquote	%	6,9	6,7	6,5	6,4
Inflationsrate	% gg. Vj.	1,5	0,9	1,1	1,7

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

Trotz Krisen steigen die deutschen Exporte

Nominaler Warenhandel, Index: Q1 2011 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Trotz schwierigem Umfeld steigende Exporte

Zurzeit wird die deutsche Wirtschaft durch eine nur langsam zur Normalität zurückkehrende Eurozone gebremst. Die Schwellenländer sind in einem konjunkturellen Tal, das allerdings 2014 durchschritten worden sein dürfte. Die anhaltenden strukturellen Probleme von Ländern wie Brasilien lassen jedoch nicht zu viel Optimismus für 2015 aufkommen. Verschärfend wirken sich geopolitische Unsicherheiten, wie der Sanktionsstreit mit Russland, aus. Trotzdem sind die Exporte bis zuletzt weiter angestiegen. 2015 sollte eine Ausfuhrsteigerung von 4,5 % möglich sein. Im Gegensatz zu den letzten beiden Jahren dürften die Importe mit dann 4 % wieder langsamer zulegen, so dass der Außenbeitrag einen – wenn auch kleinen – positiven Wachstumsimpuls liefert. Im Wesentlichen importiert Deutschland Vorprodukte, auch für Investitionsgüter. Nur 20 % der Einfuhren sind Verbrauchsgüter. Es ist also nicht der lebhafte Konsum, sondern das nur langsam expandierende Verarbeitende Gewerbe, das die Höhe der Einfuhren bestimmt.

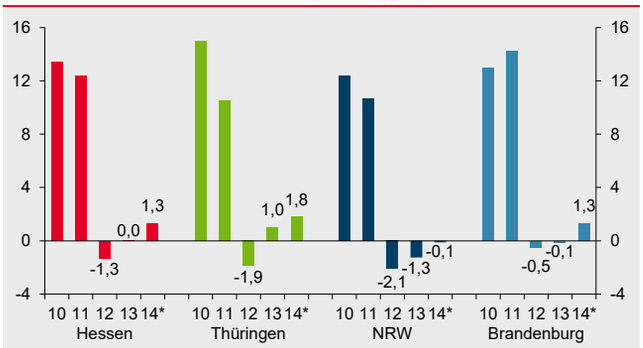
Eine solide Unterstützung wird die deutsche Konjunktur 2015 erneut von den privaten Konsumausgaben erfahren. Die Tariflöhne steigen um annähernd 3 %. Aufgrund der niedrigen Inflationsrate erhöht dies die Realeinkommen. Die Beschäftigungsschwelle ist aktuell niedrig, so dass auch bei dem zurzeit nur moderaten Wachstum die Zahl der Erwerbstätigen weiterhin zunimmt. Die Sparquote ist in den letzten Jahren auf rund 9 % gesunken. Trotz der extrem niedrigen Kapitalmarktzinsen scheint sie sich auf diesem Niveau zu stabilisieren. Die Schwachstelle der hiesigen Konjunktur sind die Investitionen. Die Nettoinvestitionsquote ist 2014 auf nur noch rund 1 % gefallen. 2015 dürften die Ausrüstungen nur zögerlich zunehmen. Neben konjunkturellen Gründen sind Investitionshemmnisse nicht zu übersehen. Viele energieintensive Branchen leiden unter den im internationalen Wettbewerb zu hohen Preisen für Strom und Gas. Großprojekte werden von der Öffentlichkeit teilweise in Frage gestellt. Der neu eingeführte Mindestlohn dürfte die Situation noch verschärfen. Die Wirtschaftspolitik setzt zudem falsche Prioritäten, indem sie öffentliche Konsumausgaben statt dringend erforderliche Investitionen in Gang setzt. Das angekündigte Investitionsprogramm von 10 Mrd. € für die Jahre 2016 bis 2018 ist ein erster wichtiger Schritt. Positiv werden sich 2015 die Bauinvestitionen entwickeln.

4.1.1 Hessen: Weltwirtschaft begrenzt Perspektiven

Das Wirtschaftswachstum, das 2013 in Hessen 0,9 % betrug, dürfte sich 2014 auf rund 1,5 % beschleunigen. Damit würde es nach einem deutlich überdurchschnittlichen Jahr wieder in etwa der gesamtdeutschen Dynamik entsprechen. Dämpfend dürfte die leicht unterdurchschnittliche Entwicklung in der Industrie gewesen sein. So stiegen die Umsätze in den ersten drei Quartalen mit 1,5 % etwas langsamer als in Deutschland insgesamt mit 2,1 %. Dabei entwickelte sich der Inlandsumsatz zufriedenstellend, während der Auslandsumsatz aufgrund der Einbußen bei den Ausfuhren außerhalb der Eurozone geringer zunahm. Positiv für die hessische Wirtschaft war die überdurchschnittliche Zunahme am Logistikdrehkreuz Frankfurter Flughafen. Die Passagierzahlen nahmen in den ersten acht Monaten um fast 3 % zu bei einem bundesdeutschen Durchschnitt von 0,6 %. Hier macht sich die Ausweitung der Beförderungskapazität am Frankfurt Airport bemerkbar. Das Frachtaufkommen stieg um 2,4 % und entsprach dem deutschen Zuwachs, der durch die konjunkturelle Delle innerhalb des Jahres beeinträchtigt war. Für 2015 deutet sich für Hessen keine weitere Beschleunigung der Wachstumsrate an. Ursache dürften die weltwirtschaftlich begrenzten Aussichten sein, aus denen sich für Hessen keine zusätzlichen Chancen ergeben, so dass 2015 die deutsche Wachstumsrate von 1,3 % auch die hessische Richtschnur darstellt. Durch die gute Situation auf dem hessischen Arbeitsmarkt mit inzwischen wieder sinkenden Arbeitslosenzahlen und weiterhin steigender Beschäftigung ist diese Entwicklung nach unten abgesichert. Sollte sich nach dem Stresstest die Anspannung im Bankgewerbe lösen, dürfte sich dies positiv auf den Finanzplatz Frankfurt und Hessen insgesamt auswirken.

Industrie nicht in allen Bundesländern im Plus

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

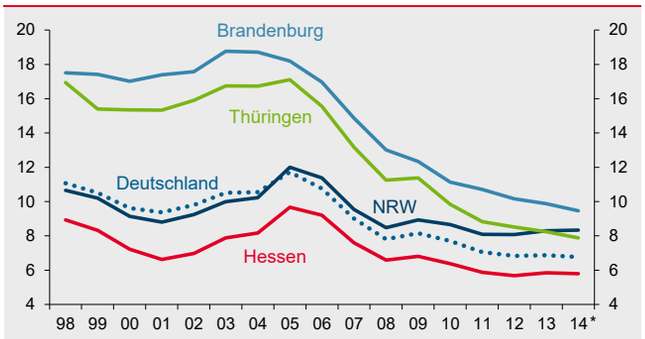


* Januar bis September 2014

Quellen: Stat. Landesämter, Helaba Volkswirtschaft/Research

Sinkende Arbeitslosenquoten nur im Osten

Arbeitslosenquote, % aller zivilen Erwerbspersonen



* Januar bis Oktober 2014

Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.1.2 Thüringen: Wachstum kann wieder mithalten

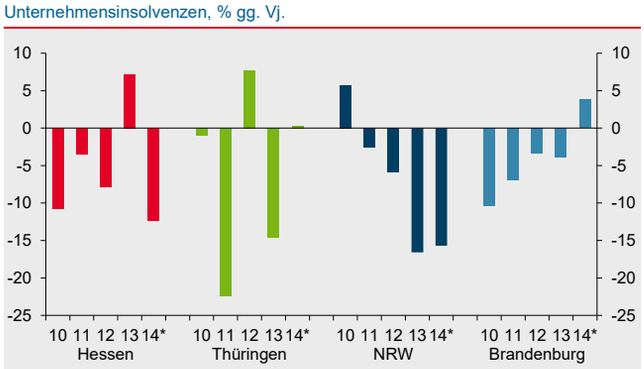
Thüringens Wirtschaft dürfte sich 2014 weiter erholt haben, nachdem sie schon 2013 mit einem Plus von 0,5 % in den positiven Bereich zurückgekehrt war. Für 2014 ist ein leicht unterdurchschnittliches Wachstum zu erwarten. So entwickelte sich die Industrie mit einem Umsatzzuwachs von 1,8 % in den ersten neun Monaten 2014 etwas schwächer als im Bundesdurchschnitt, da der Auslandsumsatz aus der Eurozone nicht ganz so dynamisch (+2,3 %) war wie in Deutschland insgesamt (3,7 %), wohingegen im Inland der Absatz stärker stieg. Erfreulich ist, dass die Einzelhandelsumsätze real und nominal bis einschließlich August 2014 im Plus sind und die Zunahme in Thüringen sogar fast dem Bundesdurchschnitt entspricht. Auch das Gastgewerbe hat reale und nominale Zuwächse zu verbuchen, die allerdings geringer als im Bundesdurchschnitt ausfallen. Je nachdem wie schnell die Wachstumsdelle in der Industrie beendet ist, kann in Thüringen 2015 zumindest mit einem durchschnittlichen Wachstum gerechnet werden. Die Verbesserung der strukturellen und konjunkturellen Bedingungen in der Eurozone gibt zudem Impulse für die Thüringer Industrie. Die Nachfrage vor Ort wird durch die weiterhin steigende Beschäftigung und die sinkende Arbeitslosigkeit unterstützt. Da das Wirtschaftswachstum auch im kommenden Jahr für eine Steigerung der Erwerbstätigkeit spricht, könnten in Thüringen als ostdeutsches Bundesland mit der niedrigsten Arbeitslosenquote Engpässe bei der Stellenbesetzung entstehen.

4.1.3 Nordrhein-Westfalen: Beschäftigungsschwelle überschritten

Das Wachstum der nordrhein-westfälischen Wirtschaft dürfte 2014 mit knapp einem Prozent erneut unter dem gesamtdeutschen Durchschnitt liegen. Hauptursache ist die schwache Entwicklung in der Industrie. So stagnierten die Umsätze im Verarbeitenden Gewerbe in den ersten neun Monaten 2014, während sie bundesweit um rund 2 % zulegten. Sowohl im Inland als auch im Ausland war der Absatz unterdurchschnittlich. Allerdings ist die Situation innerhalb Nordrhein-Westfalens (NRW) sehr unterschiedlich: Die Industrie weist in vielen Teilen des Ruhrgebiets starke Umsatzrückgänge auf, die sich auf ein Minus von fast 4 % aufsummieren. In den anderen Regionen läuft es besser; allerdings erreicht das Plus von 1 % nicht den Bundeswert. Die Arbeitslosigkeit verteilt sich ebenfalls nicht gleichmäßig über NRW, sondern konzentriert sich hauptsächlich in den Städten des Ruhrgebiets. Insgesamt stagnierte die Arbeitslosenquote in den letzten Jahren in NRW wie auch im Durchschnitt der westdeutschen Bundesländer. Daraus lässt sich aber nicht ableiten, dass auch die Beschäftigung unverändert bleibt. Im Gegenteil: Die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten steigt seit Anfang 2010 und der Aufbau zieht zuletzt sogar noch an. In NRW werden Arbeitsplätze vor allem durch zugewanderte Erwerbstätige besetzt. Dies erklärt auch, warum sich der Einzelhandel in NRW genauso positiv entwickelt wie in Deutschland insgesamt. Die allmähliche Erholung 2015 wird auch in NRW für Wachstum sorgen, das aufgrund der begrenzten Perspektiven aber kaum die diesjährige Rate überschreiten dürfte.

Insolvenzen unproblematisch

Unternehmensinsolvenzen, % gg. Vj.

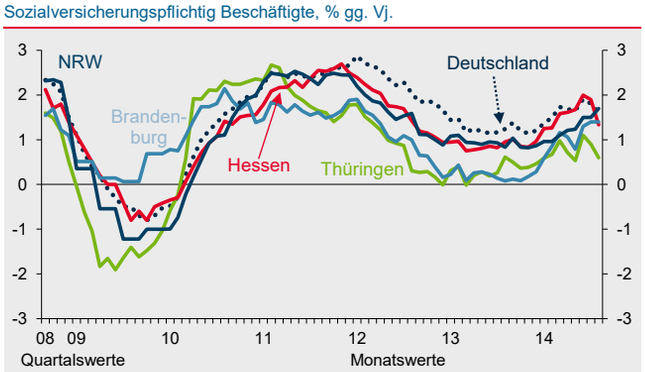


* Januar bis August 2014

Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Volkswirtschaft/Research

Beschäftigung steigt wieder stärker

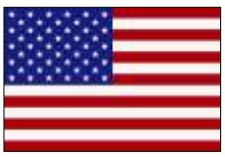
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte, % gg. Vj.



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Helaba Volkswirtschaft/Research

4.1.4 Brandenburg: Wachstumschancen an Berlin gekoppelt

Die Steigerungsrate des BIP in Brandenburg wird 2014 erneut von der guten Entwicklung in Berlin profitieren. So übertrifft die Stadt das Vorkrisenniveau von 2008 um gut 6 % und liegt damit an zweiter Stelle nach Bayern mit 8 %. Diese Dynamik dürfte 2014 das Wachstum in Brandenburg auf gut 1 % von 0,7 % im Jahr 2013 beschleunigen. Die Umsätze der Industrie in Brandenburg stiegen in den ersten neun Monaten diesen Jahres um 1,3 %. Dabei kamen die Impulse von der Inlandsnachfrage und aus der Eurozone; der Umsatz mit Ausfuhren in andere Länder war entgegen des Bundestrends rückläufig. Die Arbeitslosenquote nimmt weiterhin ab und erreicht einen Jahresdurchschnitt von etwa 9,5 %. Auch der Bestand an Arbeitslosen ging in den ersten zehn Monaten 2014 um rund 8 % zurück. Der Anstieg der Beschäftigung verläuft entsprechend der gesamtdeutschen Entwicklung. Da der Flughafen Berlin-Brandenburg höchstwahrscheinlich 2015 nicht eröffnet wird, ist zunächst nicht mit einem überdurchschnittlichen Arbeitsplatzzuwachs zu rechnen. Allerdings strahlt Berlin vermehrt in die umgebenden Regionen Brandenburgs aus. So liegt die Zunahme des baugewerblichen Umsatzes seit fast zwei Jahren deutlich über der Zuwachsrate in Deutschland insgesamt. Für 2015 ist damit ein Wirtschaftswachstum zu erwarten, das in etwa dem Bundeswert entsprechen sollte. Die Unternehmensinsolvenzen waren in den vergangenen Jahren rückläufig. Zwar ist in den ersten acht Monaten diesen Jahres in Brandenburg eine Zunahme zu beobachten, doch liegt die Insolvenzquote (Zahl der Insolvenzen/Zahl der Unternehmen) unter dem ost- und westdeutschen Durchschnitt.



4.2 USA: Konjunkturgift Zinswende?

Umfang und Timing der bevorstehenden Zinswende sind wichtige Faktoren für die amerikanische Konjunktur im Jahr 2015. Wir gehen unverändert davon aus, dass die positiven Überraschungen vom Arbeitsmarkt anhalten werden und die US-Notenbank ihren bisherigen Fahrplan für die Zinserhöhungen eher etwas schneller umsetzt als allgemein erwartet wird. Ein Prognoserisiko ist in diesem Zusammenhang vor allem die Teuerungsrate. Ohne Nahrungsmittel und Energie dürfte der Preisauftrieb jedoch im Großen und Ganzen dem Skript der Notenbank folgen und sich auf ihr mittelfristiges Ziel von 2 % zubewegen. Wir rechnen daher, trotz der wegen des Ölpreisverfalls zunächst deutlich rückläufigen Gesamtteuerungsraten, mit einem ersten Zinsschritt bereits im Frühjahr 2015. Der sich anschließende Straffungszyklus dürfte jedoch sehr graduell ausfallen – zum Jahresende wird das Zielband für den Leitzins wohl bei 1,25 % bis 1,5 % liegen. Wird das, wie von manchen befürchtet, die Konjunktur abwürgen?

Gemischte Erfahrungen

Vergleichbare Jahre, in denen die Fed den Zinserhöhungszyklus startete, waren 1994 und 2004, als die Fed ebenfalls den Zinserhöhungszyklus startete – wenn auch von deutlich höheren Leitzinsniveaus ausgehend (1994: 3 %, 2004: 1 %). Während 1994 ein Crash am Rentenmarkt zum merklichen „mid-cycle slowdown“ 1995 beitrug, war 2004/2005 keine nennenswerte Abschwächung der Konjunktur zu erkennen. Erst als die Fed den Leitzins schließlich in den neutralen und dann restriktiven Bereich hievte, schwächte sich die Dynamik ab, bevor Ende 2007 die Rezession begann. Wir rechnen für 2015 mit einer Entwicklung zwischen diesen beiden Extremen. Obwohl der Dollar zunächst weiter aufwerten und die Rendite am Kapitalmarkt steigen sollte, wird das konjunkturdämpfende Ausmaß dieser Marktreaktionen voraussichtlich recht verhalten sein – zumindest wenn die Notenbank mit ihrem Erwartungsmanagement erfolgreich ist. Ein Nachteil der extrem expansiven Ausrichtung der Geldpolitik ist eben das Risiko ausgeprägter Korrekturprozesse, wenn ihre Tage gezählt sind.

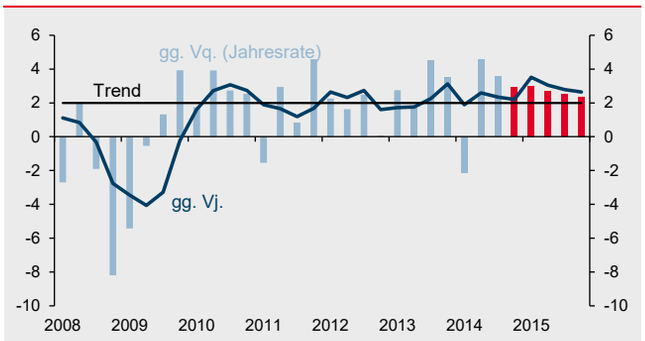
Prognoseübersicht USA

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	2,2	2,3	3,0	2,8
Budgetsaldo*	% des BIP	-4,0	-3,1	-2,8	-2,8
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-2,4	-2,2	-2,0	-2,2
Arbeitslosenquote	%	7,4	6,2	5,0	4,5
Inflationsrate	% gg. Vj.	1,5	1,6	1,2	2,2

s=Schätzung, p=Prognose * Bundesebene einschl. Sozialversicherungen
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Wachstum leicht über Trend

Reales Bruttoinlandsprodukt, Veränderung %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research. Prognose ab Q4 2014

Im Jahresdurchschnitt wird das Wirtschaftswachstum 2015 mit 3 % voraussichtlich höher ausfallen als 2014 (2,3 %). Vom Verlauf her dürfte sich die Dynamik allerdings tendenziell abschwächen. Da die Notenbank ihre Unterstützung für die Konjunktur nur sehr graduell zurücknehmen wird, die Fiskalpolitik als Bremse an Bedeutung verliert und es konjunkturell in den Absatzmärkten der USA recht gut läuft, wird das Wachstum aber wohl oberhalb des mittelfristigen Trends von rund 2 % bleiben. Auch die verzögerten konjunkturellen Wirkungen des gefallenen Ölpreises werden stützend wirken. Auf den zunächst zu erwartenden Niveaus werden die Zinsen zudem kein nennenswertes Hemmnis für die Investitionstätigkeit sein – weder bei den Ausrüstungen noch im Wohnungsbau. Vor allem bei letzterem ist nach wie vor viel Luft nach oben – die Wohnungsbauquote liegt mit 3,2 % am BIP auch im Jahr sechs nach der Finanzkrise noch erheblich unter dem langfristigen Durchschnitt (seit 1970) von 4,5 %. Auch die erwartete temporäre Dollar-Aufwertung dürfte den US-Exporten keinen entscheidenden Dämpfer versetzen.

4.3 Frankreich: Keine schnelle Lösung für mehr Wachstum

Konsumentwicklung jetzt durchschnittlich

2014 dürfte Frankreich mit einem BIP-Anstieg von 0,4 % genauso anämisch wie in den beiden Vorjahren gewachsen sein. Die privaten Konsumausgaben, ein traditioneller Treiber der französischen Konjunktur, haben sich nach 2011 deutlich unterdurchschnittlich entwickelt. Hierin spiegelte sich die massive Verunsicherung der französischen Verbraucher. Das Konsumklima hat sich zwar zuletzt leicht erholt, liegt aber weiterhin auf tiefem Niveau. 2015 dürften die Verbrauchsausgaben mit weniger als 1 % nur leicht unterdurchschnittlich zunehmen. Die Tarifverdienste steigen 2015 schätzungsweise um 1 ½ %. Aufgrund der auch ölpreisbedingt niedrigen Inflationsrate von 0,8 % legen die Reallöhne leicht zu. Die Beschäftigungslage hat sich zuletzt stabilisiert. Belastend wirkt sich weiterhin die Wirtschaftspolitik aufgrund der Unsicherheit über weitere mögliche Maßnahmen sowie wegen der Kürzung beispielsweise familienpolitischer Leistungen aus. Trotz einzelner restriktiver Maßnahmen ist der öffentliche Haushalt 2015 nicht konjunkturdämpfend. Das konjunkturbereinigte Defizit bleibt in etwa auf dem jetzigen Niveau.

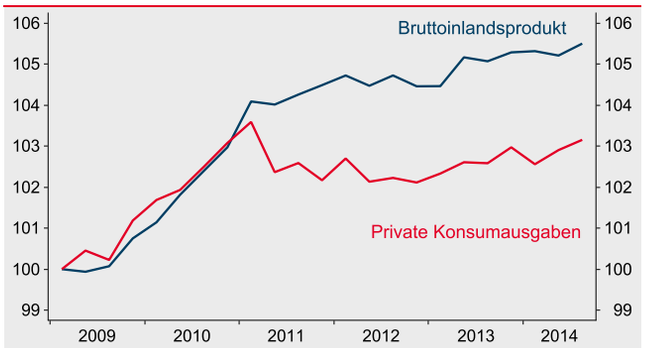
Prognoseübersicht Frankreich

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	0,4	0,4	1,0	1,2
Budgetsaldo	% des BIP	-4,1	-4,4	-4,4	-4,0
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-0,2	-1,1	-0,9	-0,9
Arbeitslosenquote	%	10,3	10,3	10,3	10,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	1,0	0,6	0,8	1,4

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

Konsum zuletzt mit durchschnittlicher Dynamik

Index: Q1 2009 = 100, real



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Reformen gehen in die richtige Richtung

Die französische Regierung hat die Notwendigkeit erkannt, die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen zu verbessern. So werden mit dem Programm „Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi" (CICE) Steuererleichterungen für Unternehmen gewährt. Insgesamt summieren sich die Entlastungen über drei Jahre auf rund 40 Mrd. Euro. Daneben sollen Unternehmen auf zweierlei Weise entlastet werden: Zum einen geht es darum, arbeitsrechtliche Schwellenwerte zu verändern, ab deren Erreichen weitere Vorschriften erfüllt werden müssen. Zum anderen sind Liberalisierungsschritte vor allem im für Frankreich wichtigen Dienstleistungssektor geplant. All dies sind Schritte in die richtige Richtung, deren positive Effekte aber Zeit brauchen.

Im internationalen Vergleich sind die Gewinnmargen französischer Unternehmen eher gering. Fraglich bleibt, ob hier eine wesentliche Änderung erreicht werden kann. Untersuchungen deuten an, dass beispielsweise die CICE-Entlastungen teilweise für weitere Lohn- und Gehaltssteigerungen verwendet werden. Frankreichs Tarifpolitik wird durch einige nationale Gewerkschaften und nicht wie in Deutschland von Branchengewerkschaften geprägt, die Rücksicht auf die spezifische Lage in ihrem Bereich nehmen. So sind die Lohnstückkosten in Frankreich seit der Finanzkrise im Verhältnis zur Eurozone als Ganzes sogar noch leicht gestiegen, weil Länder wie Spanien ihre Kostenposition verbessert haben. Zu der hohen Arbeitslosigkeit vor allem bei Geringqualifizierten und Jugendlichen hat insbesondere der im europäischen Vergleich weit überdurchschnittliche Mindestlohn beigetragen.

Auch aufgrund der schwierigen Wettbewerbssituation wird der Außenhandel 2015 voraussichtlich nur einen geringen positiven Wachstumseffekt generieren. Die Ausrüstungsinvestitionen dürften stagnieren und die Schrumpfung der Bautätigkeit wird nur allmählich auslaufen. 2016 sollten sich die Reformen in etwas höherem Wirtschaftswachstum auszahlen.

4.4 Italien: Hoffnung auf erfolgreiche Reformen

Strukturprobleme behindern das Wachstum

Italien ist bislang nicht aus der Rezession herausgekommen. 2014 ist das BIP zum dritten Mal – wenn auch nur noch wenig – gefallen. Ursache hierfür ist weniger das weltwirtschaftliche Umfeld, sondern es sind die gravierenden strukturellen Probleme. Wollte man dies an einem Indikator aufzeigen, so wäre es die seit der Euro-Einführung so gut wie nicht gestiegene Produktivität. Dies führt dazu, dass eine Reallohnsteigerung für die Beschäftigten nicht möglich ist. Die tatsächlich vorgenommenen Tariflohnerhöhungen haben die Lohnstückkosten unaufhaltsam erhöht und die Wettbewerbsfähigkeit verschlechtert. Die stagnierende Produktivität deutet auf grundlegende Funktionsstörungen der italienischen Märkte hin. So behindert eine zu strikte Regulierung von Güter- und Arbeitsmärkten den Wettbewerb. Das Bildungssystem trägt nicht genug zu den von den Unternehmen benötigten Qualifikationen bei. Dies behindert Forschung und Entwicklung. Damit lassen die Patentaktivitäten zu wünschen übrig. Nicht zuletzt dürften die ineffiziente Verwaltung, zu lange Gerichtsverfahren sowie Korruption und organisierte Kriminalität wachstumsgefährdend sein.

Die Regierung Renzi strebt an, mit politischen Veränderungen, wie einer Senats- und Wahlrechtsreform, ökonomische Initiativen überhaupt erst möglich zu machen. Im wirtschaftlichen Bereich steht die Reform des Arbeitsmarktes im Zentrum der Bemühungen. Dieser „Jobs Act“ ist allerdings wie die politischen Reformen noch nicht von allen politischen Instanzen abgesegnet. Um die Konjunktur kurzfristig zu stabilisieren, sind Steuererleichterungen für Unternehmen angedacht. Der eingeführte Steuerbonus von 80 Euro pro Jahr für Geringverdiener soll beibehalten werden. Diese Ausgaben tragen dazu bei, dass das Budgetdefizit 2015 kaum zurückgeht.

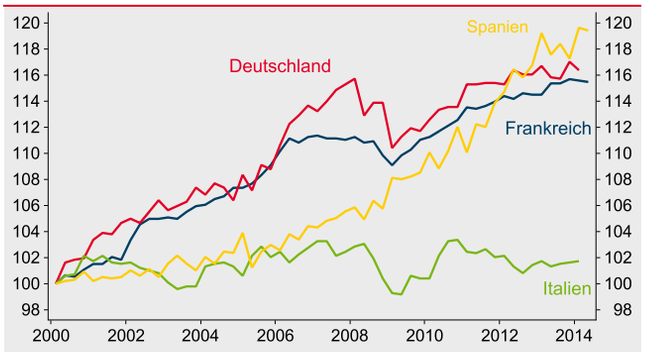
Prognoseübersicht Italien

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	-1,9	-0,3	0,6	1,0
Budgetsaldo	% des BIP	-2,8	-3,0	-2,7	-2,3
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	1,0	1,5	1,6	1,7
Arbeitslosenquote	%	12,2	12,5	12,5	12,3
Inflationsrate	% gg. Vj.	1,3	0,2	0,7	1,2

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

Keine Produktivitätsfortschritte

Index: Q1 2000 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Achillesferse Investitionen

2015 dürfte die italienische Wirtschaft zwar wieder wachsen. Allerdings bleibt die Dynamik mit 0,6 % schwach ausgeprägt. Geringe Wachstumsimpulse kamen bereits 2014 von den privaten Konsumausgaben. 2015 kann trotz der niedrigen Inflationsrate von jahresdurchschnittlich 0,7 % nur mit minimalen Reallohnzuwächsen gerechnet werden. Immerhin läuft der Beschäftigungsrückgang aus. Damit dürften die Verbrauchsausgaben mit 0,7 % in etwa wie das BIP zunehmen. Deutlich gebremst haben 2014 die Investitionen, sowohl in Bauten als auch in Ausrüstungen, wenngleich die Minusraten allmählich kleiner werden. 2015 ist mit einer Stabilisierung zu rechnen. Die Kapazitätsauslastung der Industrie ist mit gut 72 % immer noch deutlich niedriger als in den Jahren 2000 bis 2008, so dass nur wenig Anlass für Erweiterungen – insbesondere vor dem Hintergrund des niedrigen Wirtschaftswachstums – besteht. Vom Wohnungsbau gehen trotz niedriger Zinsen keine Impulse aus. Leicht positiv sollte der Beitrag des Außenhandels ausfallen. Das weltwirtschaftliche Umfeld hellt sich allmählich auf. Zudem wird der schwächere Euro die italienische Wettbewerbsfähigkeit verbessern. Auch 2016 dürfte das Wachstum trotz erster positiver Reformen mit rund 1 % noch schwach ausfallen.

4.5 Spanien: Krise abgehakt?

Wachstumslokomotive Spanien

Spanien ist mit Dynamik aus der langjährigen Krise herausgekommen. 2015 dürfte das Land mit 1,7 % das höchste Wirtschaftswachstum unter den großen Flächenländern der Eurozone aufweisen. Erfreulich ist vor allem, dass der Aufschwung sowohl vom Konsum als auch von den Investitionen getragen wird. Die privaten Verbrauchsausgaben haben 2014 mit schätzungsweise 2,0 % überdurchschnittlich zugelegt. Auch wenn 2015 nur mit einem Konsumplus von 1,7 % zu rechnen ist, sind doch die zugrunde liegenden Tendenzen vielversprechend. Nach Jahren der sinkenden Beschäftigung steigt diese seit 2014. Dieser Trend wird sich 2015 fortsetzen. Allerdings dürfte sich der positive Konsumeffekt durch die gesunkene Sparquote 2015 nicht in diesem Ausmaß wiederholen. Das Konsumklima hat die Niveaus vor der Wirtschafts- und Finanzkrise sogar leicht überschritten.

Die öffentlichen Konsumausgaben hingegen wachsen unterdurchschnittlich. Das öffentliche Haushaltsdefizit dürfte 2014 immer noch bei 5,5 % gelegen haben. Dieses Überschreiten des Maastricht-Kriteriums erfordert weiterhin eine zurückhaltende Ausgabenpolitik. Immerhin ist der öffentliche Konsum 2014 zum ersten Mal seit drei Jahren wieder gestiegen.

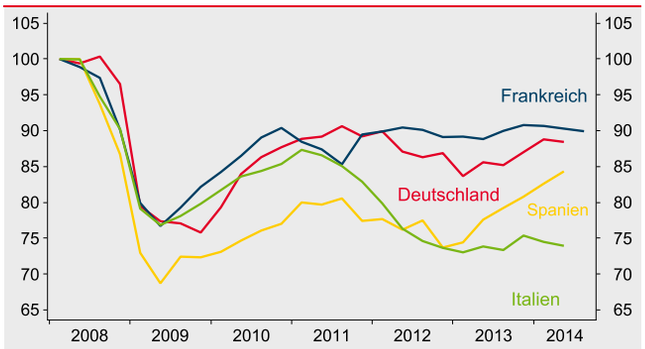
Prognoseübersicht Spanien

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	-1,2	1,3	1,7	1,7
Budgetsaldo	% des BIP	-6,8	-5,5	-4,7	-3,7
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	1,5	0,4	0,5	0,6
Arbeitslosenquote	%	26,1	24,5	23,0	21,5
Inflationsrate	% gg. Vj.	1,5	0,1	0,6	1,4

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

Deutlicher Anstieg der spanischen Ausrüstungen

Index: Q1 2008 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Stabilisierung im Bau – Ausrüstungen legen zu

Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen 2014 um fast 10 % im Jahresvergleich zu. Das ehemalige Krisenland zieht mit dieser Dynamik an Italien und Frankreich vorbei. Auch 2015 dürften etwas stärker steigende Exporte, verbesserte Finanzierungsbedingungen und die gestiegene Wettbewerbsfähigkeit für weiter lebhafte Investitionen sorgen. Sorgenkind bleibt der Bausektor, wenngleich hier erste Hoffnungsschimmer erkennbar sind. Die Immobilienpreise für Wohngebäude und die Wohnungsbaugenehmigungen haben sich stabilisiert. Die Bauproduktion steigt. Damit neigt sich die Bau- und Immobilienkrise dem Ende zu. 2015 kann durchaus mit einem ersten vorsichtigen Anstieg insbesondere im Wohnungsbau gerechnet werden.

Ist damit die Krise endgültig ausgestanden? Spanien hat sein vor der Wirtschafts- und Finanzkrise extrem hohes Leistungsbilanzdefizit abgebaut und 2013 sogar einen Überschuss von 1,5 % des BIP erwirtschaftet. 2014 ist dieser Überschuss allerdings bereits wieder gesunken. Eine Gefahr, dass sich mit besserer Konjunktur wieder ähnlich hohe Defizite auftürmen wie 2007, besteht zurzeit jedoch nicht. Die Produktivität ist in den vergangenen Jahren deutlich stärker als in allen Vergleichsländern der Eurozone gestiegen. Auch das Verarbeitende Gewerbe hat eine effizienzsteigernde Restrukturierung durchlaufen. Zudem sind die am wenigsten rentablen Unternehmen aus dem Markt ausgeschieden. Diese Entwicklung spricht für eine mittelfristig stärkere Industrialisierung und damit für mehr Exporte. Die Produktivitätsgewinne kamen zusätzlich durch den drastischen Abbau der Kapazitäten in der weniger produktiven Bauwirtschaft zustande. Die verbliebenen Bauunternehmen arbeiten heute ebenfalls effizienter.

4.6 Niederlande: Endlich wieder Wachstum

2014 markiert für die niederländische Volkswirtschaft das Rezessionsende. Nach zwei Jahren mit negativen BIP-Raten ist nun ein Zuwachs um fast 1 % zu erwarten, 2015 eine überschaubare Beschleunigung auf 1,5 %. Auch der private Verbrauch als zentrale BIP-Komponente befindet sich mittlerweile auf moderatem Erholungskurs, wenngleich er im Jahresdurchschnitt 2014 noch weiter geschrumpft sein dürfte. Für das kommende Jahr ist erstmals wieder mit einem leichten Anstieg der Konsumausgaben zu rechnen.

Lage am Immobilien- und Arbeitsmarkt bessert sich

Zwar bleibt die hohe Verschuldung der privaten Haushalte als grundsätzlicher Belastungsfaktor bestehen, mit fast 130 % des BIP ist ihre Verschuldungsrate so hoch wie in keinem anderen Mitgliedstaat der Eurozone. Doch die Situation am heimischen Wohnungsmarkt hat gedreht. Sowohl die Anzahl an Verkäufen bestehender Eigenheime als auch der entsprechende Preisindex bewegen sich seit Monaten aufwärts. Dies übt einen entscheidenden Einfluss auf den Konsum aus, beispielsweise bei dauerhaften Gütern. Gleichzeitig bessert sich sukzessive die Lage am niederländischen Arbeitsmarkt. Die realen Lohnzuwächse sind allerdings begrenzt, sollten aber aufgrund der weiterhin niedrigen Inflation positiv sein. Die Arbeitslosenquote sinkt seit Beginn des Jahres 2014, einhergehend steigt mittlerweile die Beschäftigung. So hat der Indikator des Konsumentenvertrauens zu Jahresanfang seinen langfristigen Durchschnittswert überschritten, was für eine nachhaltige Erholung spricht.

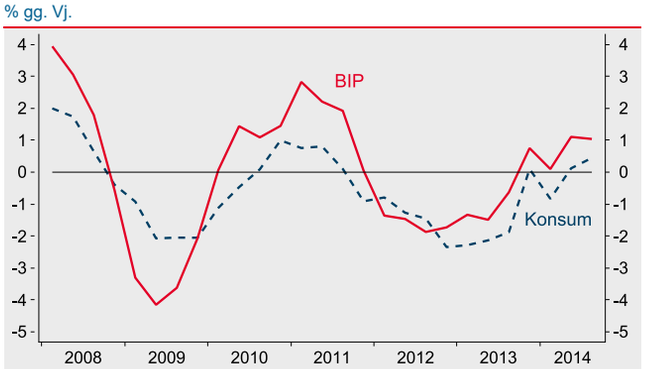
Prognoseübersicht Niederlande

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	-0,7	0,8	1,5	1,7
Budgetsaldo	% des BIP	-2,4	-2,5	-2,2	-1,8
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	10,2	9,1	8,7	8,3
Arbeitslosenquote	%	6,7	6,8	6,5	6,1
Inflationsrate	% gg. Vj.	2,6	0,4	0,8	1,2

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

Privater Konsum gibt moderaten Erholungskurs vor

% gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Externe Risiken für inländische Erholung

Auch im Unternehmenssektor ist eine deutliche Verbesserung der Stimmung auszumachen. Der Einkaufsmanagerindex stieg unlängst im expansiven Bereich weiter. Der Frühindikator des Produzentenvertrauens nähert sich wieder seinem höchsten Stand von vor der Rezession. Insofern dürfte sich das zuletzt schwache Momentum der Industrieproduktion als temporär herausstellen und dieser Sektor in den nächsten Monaten wieder zulegen. Allerdings stellen geopolitische Spannungen wie der Konflikt zwischen Russland und der Ukraine ein nicht zu vernachlässigendes Risiko für die sehr offene Volkswirtschaft dar. Nach Russland geht zwar nur ein kleiner Teil der niederländischen Ausfuhren, aber die diesbezüglichen Sanktionen machen sich auch indirekt in der Exportaktivität bemerkbar. Schließlich spielt der Außenhandel für die Niederlande mit ihrem vergleichsweise überschaubaren Binnenmarkt und ihren international bedeutenden Häfen auch über Reexporte eine wichtige Rolle. Ohnehin werden die Wachstumsperspektiven von der fragilen Nachfrage in der Eurozone als der größten niederländischen Handelsregion überschattet.

Für den Staatshaushalt verspricht die langsame Konjunkturerholung Mehreinnahmen, so dass das öffentliche Defizit zurückgehen dürfte. Die trotz Rezession signifikanten Konsolidierungsanstrengungen haben den Budgetsaldo bereits unter den Maastrichter Referenzwert von 3 % gebracht, nun rücken 2 % in greifbare Nähe. So geht es auch in dieser Hinsicht weiter aufwärts im fünftgrößten Eurozonen-Mitgliedstaat.

4.7 Österreich: Alpenglühn im Sparmodus

Flügellahme Konjunktur

In Österreich läuft die Konjunktur im Sparmodus: Bei schwunglosem Verbrauch lasten die schwache Investitionstätigkeit und der geringe Außenbeitrag auf dem Wirtschaftswachstum, während der Staatsverbrauch moderat zum Wachstum beiträgt. Im Verlauf von 2015 besteht die Chance, dass Österreich die günstigen Zinskonditionen für einen Aufschwung nutzen kann: Zum einen gibt es Nachholbedarf bei den Unternehmensinvestitionen, wenn auch die nachlassende Kapazitätsauslastung keine großen Sprünge zulässt. Jedoch ist wieder mit mehr Dynamik in der EU zu rechnen, wohin rund 70 % der Exporte fließen. Zum anderen dürften die auch in der Alpenrepublik kräftig steigenden Hauspreise die Bauinvestitionen unterstützen.

Die Expansion des Staatskonsums stößt an budgetäre Grenzen, wenngleich die Einhaltung der Maastricht-Werte nicht oberste Priorität hat. Das BIP dürfte 2015 mit gut 1 % im Takt der Eurozone wachsen. Die Arbeitslosenquote ist bei vor allem durch ältere Arbeitnehmer und Zuwanderung gestiegenem Arbeitskräfteangebot hartnäckig trotz höherer Beschäftigtenzahlen. Die Inflation bleibt mit unter 2 % 2015 moderat. Sie wird von den gesunkenen Energiepreisen eingedämmt. Aufgrund der Preissteigerungen im Hotel- und Gastgewerbe liegt sie aber über dem europäischen Durchschnitt.

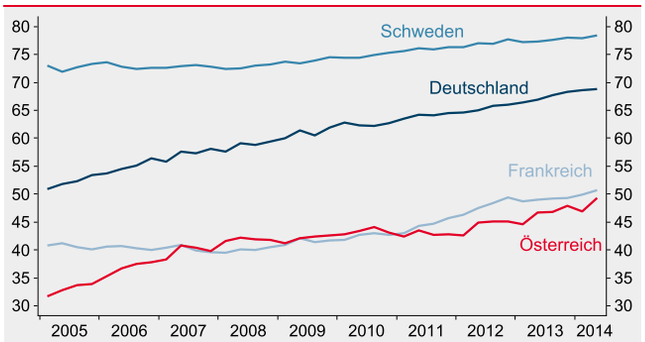
Prognoseübersicht Österreich

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	0,2	0,7	1,2	1,5
Budgetsaldo	% des BIP	-1,5	-2,9	-2,0	-0,5
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	2,3	2,4	2,7	2,8
Arbeitslosenquote (ntl.)	%	7,6	8,1	8,3	8,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	2,0	1,7	1,8	2,0

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

Steigende Erwerbsbeteiligung Älterer

Erwerbsbeteiligung 55-64-Jähriger nach Eurostat, %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Budget bleibt vorerst defizitär

Der großen Koalition fehlen zündende Ideen, die die Konjunktur beflügeln würden, ohne das Budget, das ohnehin von der Abwicklung maroder Banken und hohen Sozialausgaben belastet ist, noch stärker zu strapazieren. Der Beschluss von Steuerentlastungen in Höhe von rund 1,7 % des BIP, u.a. durch eine Senkung des Eingangssteuersatzes von 36,5 % auf 25 %, wurde auf Mitte 2015 vertagt. Ein konjunktureller Effekt dürfte damit frühestens 2016 eintreten. Die Finanzierung der Maßnahmen ist noch offen. Der IWF mahnt allerdings einen nachhaltigen Haushaltsüberschuss an, bevor Entlastungen vorgenommen werden. Danach sieht es aber in nächster Zeit nicht aus. Eine Quelle mittel- bis langfristiger Einsparungen ist die notwendige Anhebung des Rentenalters: Mit durchschnittlich unter 60 Jahren in Rente zu gehen (Deutschland: 61 Jahre), wird in Zukunft kaum ein Staat finanzieren können. Auch die großzügige staatliche Subventionspolitik ist immer wieder ein Streitpunkt. Die Schuldenquote ist nach neuesten Berechnungen auf gut 82 % des BIP gestiegen, was knapp unterhalb des EU-Durchschnitts liegt.

Banken in Russland exponiert

In der Russland-Ukraine-Krise ist für Österreich nicht die Schmälerung der Exporte entscheidend, die hauptsächlich in die EU bzw. nach Deutschland gehen. Russland ist zwar Österreichs wichtigster Gaslieferant und schränkt als Antwort auf EU-Sanktionen auch Lebensmitteleinfuhren aus Österreich ein. Als Problem hat die österreichische Regierung aber vor allem das hohe Engagement der Banken benannt. 2013 stammte ein bedeutender Teil der Gewinne, die Töchter österreichischer Banken in Osteuropa erzielten, aus Geschäften in Russland.

4.8 Griechenland: Das Gesundschrumpfen lohnt sich (doch)

Auch wenn im Herbst 2014 nach Meinungsumfragen das Bündnis der Radikalen Linken (Syriza) vorne liegt, das ein Ende der von der Troika (EU, EZB und IWF) unterstützten Reformen und der Haushaltskonsolidierung fordert, sind Erfolge der wirtschaftspolitischen Anpassungen der letzten Jahre zunehmend erkennbar. Noch leidet allerdings die griechische Bevölkerung unter der hohen Arbeitslosigkeit und dem Wohlstandsrückgang durch die scharfe Rezession in den vergangenen Jahren. Bald könnten vorgezogene Neuwahlen nötig werden, wenn sich das Parlament im Februar 2015 nicht mit einer Mehrheit von 60 % der Abgeordneten auf einen neuen Staatspräsidenten einigen wird. Die Regierungskoalition von Neuer Demokratie und PASOK hat nur eine hauchdünne Mehrheit und ist hierfür auf das Entgegenkommen von Teilen der Opposition angewiesen. Innenpolitische Unsicherheiten sind aber nichts Neues und diese haben den schrittweisen Abbau von gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichten bisher nicht gestoppt.

Gesamtwirtschaftliche Daten stabilisiert

Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben sich infolge der strukturellen Anpassungen verbessert. Insbesondere die Lohnstückkosten sind deutlich gefallen. Zwar gibt es mehrere Ursachen, warum sich das Leistungsbilanzdefizit seit 2008 von mehr als 50 Mrd. $ (15 % des BIP) bis 2013 in einen leichten Überschuss wandelte, die recht ähnlichen Verläufe von Leistungsbilanz und Lohnstückkosten legen jedoch einen kausalen Zusammenhang nahe. Davon dürfte auch der wichtige Tourismussektor profitiert haben, der 2014 trotz weniger russischer Gäste auf ein Spitzenjahr zusteuert. Bei stagnierendem privaten Verbrauch, weiter leicht sinkenden Staatsausgaben, erstmals wieder zunehmenden Investitionen und einem positiven Außenbeitrag wird die Wirtschaft 2014 voraussichtlich um 0,5 % wachsen. Der zaghafte Wirtschaftsaufschwung dürfte sich 2015 auf 1,5 % verstärken, wenn auch vom privaten Verbrauch wieder Impulse kommen werden.

Prognoseübersicht Griechenland

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	-3,3	0,5	1,5	2,5
Budgetsaldo	% des BIP	-12,2	-1,6	-0,1	0,3
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	0,8	0,5	0,3	0,2
Arbeitslosenquote	%	27,5	26,8	25,0	23,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	-0,9	-1,0	0,3	1,0

s=Schätzung, p=Prognose
Quellen: EU-Kommission, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Lohnstückkosten und Leistungsbilanzdefizit

Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ohne EU und IWF geht es noch nicht

Der Staatshaushalt und die Fortsetzung der Stabilitätspolitik bleiben allerdings die Achillesferse. Aufkommende Bestrebungen der Regierung, den Finanzierungsbedarf ab 2015 ohne die Unterstützung der Troika allein durch private Gläubiger zu stemmen, haben die Finanzmärkte im Oktober 2014 mit plötzlich stark steigenden Risikoaufschlägen auf Staatsanleihen und einem Einbruch der Aktienkurse vereitelt. Ende 2014 läuft das Kreditprogramm des Euro-Krisenfonds EFSF aus und bei positiver Würdigung der Konsolidierungsfortschritte kann die Regierung noch eine Kredittranche über 1,8 Mrd. Euro erhalten. Das IWF-Stützungspaket läuft noch bis zum ersten Quartal 2016. Die vorgesehenen Kredite des IWF über 16 Mrd. Euro werden voraussichtlich nicht ausreichen. Ihre Bereitstellung dient aber auch als Katalysator für Kreditzusagen anderer Gläubiger. Die EU könnte ein weiteres, vom Umfang deutlich kleineres Hilfspaket oder, was die griechische Regierung präferiert, eine vorsorgliche Kreditlinie gewähren. Diese wird nur in Anspruch genommen, wenn Bedarf besteht, ist aber gleichwohl mit Stabilitätsauflagen verbunden. So soll sichergestellt werden, dass die Haushaltskonsolidierung – der Staatshaushalt erzielt seit 2013 einen Primärüberschuss vor Zinszahlungen – und die Strukturreformen weiterhin zielstrebig verfolgt werden.

4.9 Portugal: Kein schnelles Aufholen

Die verbesserte Finanzlage ermöglichte es der portugiesischen Regierung, das 2011 mit der Troika aus EU, EZB und dem IWF vereinbarte Rettungspaket über 78 Mrd. Euro im Sommer 2014 auslaufen zu lassen. Die Regierung hatte mit dem Paket zielstrebig strukturelle Veränderungen in Angriff genommen und die vereinbarten Stabilitätsziele weitestgehend erreicht. Allerdings hat die Wirtschaft bisher erst die halbe Wegstrecke zur Wiedergesundung zurückgelegt. Gütermärkte und Berufsstände sind nach wie vor stark geschützt und staatliche Unternehmen müssen die notwendige Wirtschaftlichkeit noch erreichen. Die Lohnstückkosten sind nicht so stark wie in Spanien oder Griechenland gesunken. Die Regierung muss noch beweisen, dass sie ohne den Druck der Troika zusätzliche Reformen durchführt und den Staatshaushalt weiter konsolidiert.

Leistungsbilanz im Überschuss

Portugal gehört zu den EU-Ländern, deren Industrie in den vergangenen zehn Jahren meistens geschrumpft ist. Dieser Trend scheint 2014 zu Ende zu gehen. Um wieder Boden gut zu machen wurde eine staatliche Förderbank für die dominierenden kleinen und mittelständischen Betriebe gegründet sowie der Körperschaftsteuersatz 2014 von 25 % auf 23 % ermäßigt. 2015 wird dieser nochmals auf 21 % gesenkt. Die Leistungsbilanz erzielt seit 2013 nicht nur wegen geringerer Importe, sondern auch wegen höherer Exporte einen Überschuss. Dies ist für Portugal mit seinen zuvor gewöhnlich markanten Leistungsbilanzdefiziten eine große Leistung.

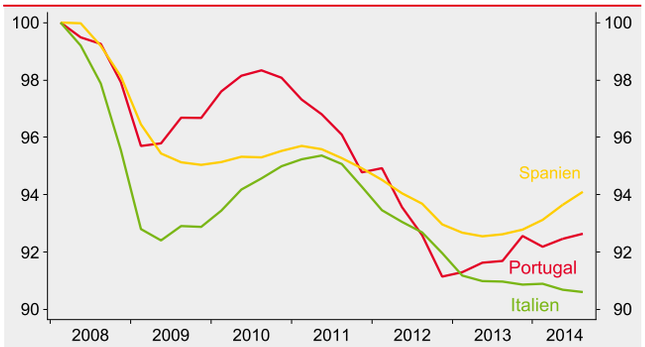
Prognoseübersicht Portugal

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	-1,4	0,6	1,0	1,5
Budgetsaldo	% des BIP	-4,9	-4,9	-3,3	-2,8
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	0,5	0,6	1,0	1,0
Arbeitslosenquote	%	16,4	14,5	13,6	12,8
Inflationsrate	% gg. Vj.	0,4	0,0	0,6	1,0

s=Schätzung, p=Prognose
Quellen: EU-Kommission, EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zögerlicher Aufschwung in Portugal

Reales Bruttoinlandsprodukt, Index: Q1 2008 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Hohe Verschuldung des Privatsektors

Wegen der erforderlichen Budgetkonsolidierung, der hohen Verschuldung von privaten Haushalten und Unternehmen, die ihre Schulden abbauen müssen, sowie der schwachen EU-Konjunktur wird sich das BIP-Wachstum im Jahr 2015 nach 0,6 % 2014 wahrscheinlich nur leicht auf 1 % beschleunigen. Der Bankensektor wird noch von hohen notleidenden Krediten belastet. Diese waren wohl nicht der Hauptgrund der Krise der Großbank Banco Espírito Santo im Sommer 2014, sondern die mangelnde Transparenz der weit verzweigten zweitgrößten privaten Bank. Die Großbank musste mit einer Finanzspritze von 4,9 Mrd. Euro gestützt und zerschlagen werden. Sollten diese Hilfen noch budgetrelevant werden, was im Ermessen der Statistikbehörde liegt, erhöht sich das Staatsdefizit 2014 im Nachhinein von 4,9 % auf knapp 8 %. Das Staatsdefizit wird ohnehin im Fokus bleiben, denn wegen der schwachen Konjunktur und dem nachlassenden Spareifer der Regierung dürfte es auch im Wahljahr 2015 über der Schwelle von 3 % liegen. Zudem hat Portugal bezogen auf das BIP die dritthöchste Staatsverschuldung innerhalb des Euroraums (Prognose 2014: 128 %). Bei Rückschlägen in der wirtschaftlichen und fiskalischen Stabilisierung kann das südeuropäische Land eine mit Auflagen verbundene vorsorgliche Kreditlinie des europäischen Krisenfonds ESM in Anspruch nehmen. Das will die bis Oktober 2015 amtierende Mitte-Rechts-Regierung möglichst vermeiden. Dafür müssten jedoch die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (Mitte November 2014: 3,2 %) weiter auf niedrigem Niveau verharren.

4.10 Irland: Trendwende oder nur Scheinblüte?

Irland gehört zu den wenigen Ländern in der Eurozone, die 2014 konjunkturell positiv überrascht haben. Die sehr hohen Zuwächse beim Bruttoinlandsprodukt in der ersten Jahreshälfte machen es wahrscheinlich, dass Irland für 2014 ein Wachstum von mindestens 4 % ausweisen wird – selbst wenn es im zweiten Halbjahr zu einem spürbaren Schwungverlust gekommen sein sollte. Das Land profitierte dabei nicht zuletzt von der positiven Entwicklung in den USA und in Großbritannien, zwei wichtigen Absatzmärkten für die irische Wirtschaft. Gleichzeitig dient es aber auch als Anschauungsobjekt, dass ein Kurs der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen und der „internen Abwertung“ – Lohnverzicht statt Währungsabwertung – unter bestimmten Umständen sehr wohl funktionieren kann.

Primus unter den „Programmländern“

Ende 2013 hatte Irland als erstes Land das von der „Troika“ aus IWF, EZB und EU-Kommission überwachte Hilfsprogramm verlassen. Es bleibt aber gegenüber der EU in der Pflicht, angesichts des hohen Schuldenstands und des erhöhten Defizits die Haushaltskonsolidierung weiter voranzutreiben. Das kräftige Wachstum 2014 hilft der Regierung, die gesteckten Ziele zu erfüllen, ohne die volle Bandbreite der zunächst geplanten Sparmaßnahmen tatsächlich durchführen zu müssen. Entsprechend sieht das Budget für 2015 einige Entlastungen der Bürger vor. Bereits 2014 wird das Staatsdefizit mit geschätzten 3,7 % deutlich niedriger ausfallen als die ursprüngliche Zielgröße von 5,1 %. Für 2015 wird nun ein Defizit von 2,7 % anvisiert – damit hätte das Land die Grenze von 3 % unterschritten, über der ein Defizit als „übermäßig“ gilt. Die Schulden (auch im privaten Sektor) bleiben aber hoch, so dass kritische Stimmen hinterfragen, ob der bisher bestehende, wenn auch widerwillige Konsens in der irischen Bevölkerung für den aktuellen wirtschaftspolitischen Kurs Bestand haben wird. Eine große Demonstrationswelle Anfang November – nach Medienberichten mit der für Irland extrem hohen Zahl von 120.000 Teilnehmern – richtete sich allerdings nicht gegen die Austeritätspolitik als Ganzes, sondern gegen ein spezifisches Projekt der Regierung – die Einführung von Wassergebühren. Bisher war in Irland das Leitungswasser für die Haushalte gratis – eine Anomalie und ein Anreiz zur Verschwendung. Dass ausgerechnet dieses Thema nun die Gemüter so erhitzt, ist für Außenstehende daher nur schwer nachzuvollziehen.

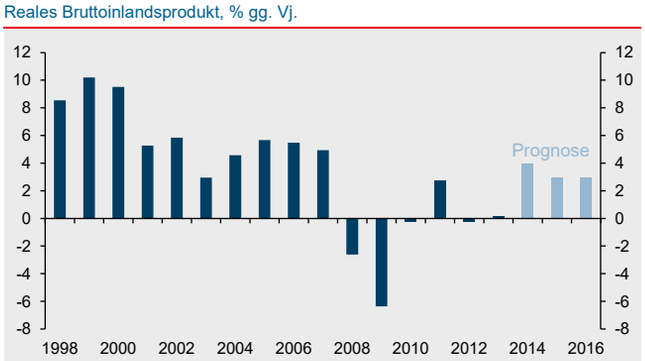
Prognoseübersicht Irland

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	0,2	4,0	3,0	3,0
Budgetsaldo	% des BIP	-5,7	-3,7	-2,7	-2,8
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	3,8	5,8	5,5	5,5
Arbeitslosenquote	%	13,1	11,3	9,5	8,6
Inflationsrate	% gg. Vj.	0,5	0,4	0,8	1,7

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

Rückkehr des keltischen Tigers?

Reales Bruttoinlandsprodukt, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die inzwischen nicht nur in Dublin, sondern auch außerhalb des Ballungsraums wieder (leicht) steigenden Preise für Wohnimmobilien, die deutlich fallende Arbeitslosigkeit und die Aussicht auf weniger belastende Budgets sprechen zudem eher für eine abnehmende Protesthaltung gegen den Kurs der Regierung. Auch 2015 dürfte das irische Wachstum mit 3 % klar über dem Eurozonenschnitt liegen. Trotzdem wird die Teuerung wohl niedrig bleiben. Der auf dem Durchschnitt der Eurozone liegende Preisanstieg auf der Verbraucherstufe von 0,8 % 2015 bringt jedoch keine weitere relative Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Irlands. Inflationstreibende Erhöhungen von indirekten Steuern oder Abgaben wie in den vergangenen Jahren sind für Anfang 2015 nicht geplant. Allerdings wird der Verbrauch von Leitungswasser ab Januar 2015 kostenpflichtig sein.

4.11 Großbritannien: Wachstum verfestigt sich

Wir befinden uns im Jahr 2014. Ganz Europa leidet unter einem schwachen Wachstum. Ganz Europa? Nein! Großbritannien trotzt der flauen Konjunktur. Das britische Bruttoinlandsprodukt wird 2014 wohl um 3,0 % wachsen und übertrumpft damit zumindest alle anderen größeren Staaten Europas mit weitem Abstand. Trotz der zunächst sehr mäßigen konjunkturellen Erholung nach der Rezession 2008/2009 hat die britische Wirtschaft damit – gemessen am Bruttoinlandsprodukt seit Anfang 2008 – sogar Deutschland überholt.

Solide, aber mit weniger Schwung

Während der private Konsum schon länger das Wachstum trägt, führten in erster Linie stark steigende Unternehmensinvestitionen zu der konjunkturellen Beschleunigung 2014. Günstige Finanzierungsbedingungen, steigende Gewinne sowie ein gewisser Nachholbedarf aus den letzten Jahren trieben die Ausgaben der Unternehmen an. 2015 dürfte die Dynamik der Investitionen etwas nachlassen, was einzelne Stimmungsindikatoren bereits andeuten. Der private Konsum wird wohl auch 2015 von höheren Einkommen getragen. Während die Beschäftigung ohnehin schon prosperiert, sollte sich das bisher sehr moderate Lohnwachstum allmählich beschleunigen. Die Häuserpreise dürften dagegen nicht mehr ganz so rapide zunehmen, so dass die Vermögenseffekte den Konsum nicht zusätzlich unterstützen.

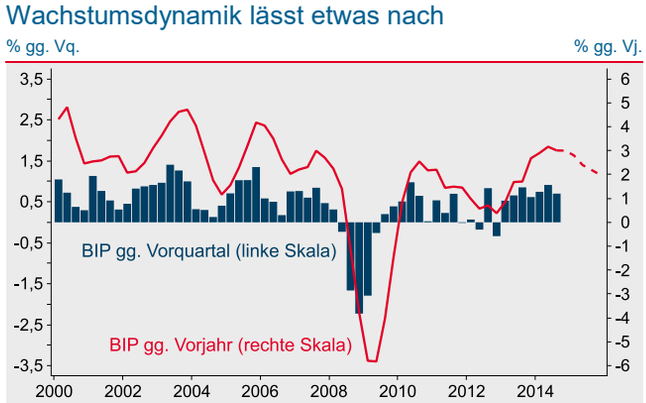
Die Staatsnachfrage trug ungeachtet des angestrebten Austeritätskurses zum Wachstum bei. Angesichts des noch ausgeprägten Haushaltsdefizits müsste der staatliche Sparkurs in den kommenden Jahren eher verschärft werden. Dies wird aber wohl erst nach den Parlamentswahlen im Mai 2015 der Fall sein. Allerdings könnten die Karten neu gemischt werden, denn auf Basis aktueller Umfragen ist die Wiederwahl der konservativ-liberalen Regierung zweifelhaft. Höheren Exporten stehen vermutlich entsprechende Importe gegenüber, so dass vom Außenhandel per saldo keine nennenswerten Impulse kommen. Insgesamt dürfte die britische Wirtschaft 2015 zwar weniger dynamisch, aber immerhin noch um 2,4 % expandieren – und damit deutlich stärker als die Eurozone.

Prognoseübersicht Großbritannien

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	1,7	3,0	2,4	1,8
Budgetsaldo	% des BIP	-5,8	-5,4	-4,8	-4,0
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-4,2	-4,4	-3,5	-3,0
Arbeitslosenquote	%	7,6	6,3	5,8	5,6
Inflationsrate	% gg. Vj.	2,6	1,5	1,7	2,3

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

Wachstumsdynamik lässt etwas nach



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Aufgrund der gesunkenen Energiepreise wird sich die Inflation in den kommenden Monaten voraussichtlich um 1 % gegenüber Vorjahr bewegen. Vor diesem Hintergrund hat die Bank of England noch Spielraum, ihre expansive Politik zunächst fortzusetzen. Im Verlauf von 2015 sollte die Teuerung jedoch wieder auf 2 % anziehen. Das anhaltende Wirtschaftswachstum und die daher rückläufigen Überkapazitäten sowie später zunehmende Lohn- und Preissteigerungen sollten dann doch eine Zinswende der Notenbank zur Folge haben. So dürfte die Bank of England Mitte 2015 eine erste Zinsanhebung vornehmen und dann behutsam mit weiteren Schritten voranschreiten. Damit würde die britische Notenbank der Federal Reserve folgen. Dies spricht dafür, dass das Britische Pfund gegenüber dem US-Dollar zunächst noch weiter verlieren sollte, bis es sich im zweiten Halbjahr wieder spürbar erholt. Gegenüber dem Euro dürfte die britische Währung 2015 leicht aufwerten.

4.12 Schweiz: Die Eurozone als Mühlstein

Trotz der anhaltend starken Währung und der zuletzt wieder stagnierenden Nachfrage nach Schweizer Exporten in den Nachbarländern befindet sich die Schweizer Wirtschaft noch auf einem recht soliden Wachstumspfad. Der konjunkturelle Vorsprung vis-à-vis der Eurozone ist allerdings erwartungsgemäß 2014 etwas abgeschmolzen. Parallel zum Aufschwung in der Währungsunion im Verlauf von 2013 zog auch die Dynamik in der Schweiz an, um dann – ebenfalls weitgehend parallel – 2014 an Fahrt zu verlieren. Zwar läuft es in der Schweiz insgesamt noch immer besser als in den großen Nachbarländern. Die Risiken für unsere Schätzung von 1,7 % Wachstum 2014 liegen aber eher auf der unteren Seite. Dies gilt umso mehr, wenn sich die Konjunktur in Deutschland, Frankreich und Italien nicht wie prognostiziert in absehbarer Zeit fangen sollte.

Solides Wachstum auch 2015

2015 wird das durchschnittliche Wachstum in der Schweiz mit 1,8 % voraussichtlich nicht viel anders ausfallen als 2014. Die Fiskalpolitik dürfte weitgehend neutral wirken. Die lockere Geldpolitik – der kurzfristige Realzins bewegt sich seit etwa 1½ Jahren um die null und damit deutlich unterhalb seines „neutralen“ Niveaus – wirkt unverändert expansiv, vor allem im Immobiliensektor und im Bau. Impulse für die sehr wichtigen Exporte von einem spürbar schwächeren Franken oder einer kräftigen Erholung in der Eurozone sind jedoch nicht absehbar. Diejenigen Absatzmärkte, die schon 2013/2014 recht gut gelaufen sind – vor allem die USA und Großbritannien – werden 2015 wohl nicht noch weiter Fahrt aufnehmen. Das Risiko für die Binnennachfrage, dass sich eine blasenhafte Entwicklung am Immobilienmarkt plötzlich korrigiert, ist offenbar gefallen. Eine Studie der ETH Zürich weist für Anfang 2014 eine gegenüber Anfang 2013 deutlich zurückgegangene Zahl „kritischer“ Regionen innerhalb der Schweiz aus.

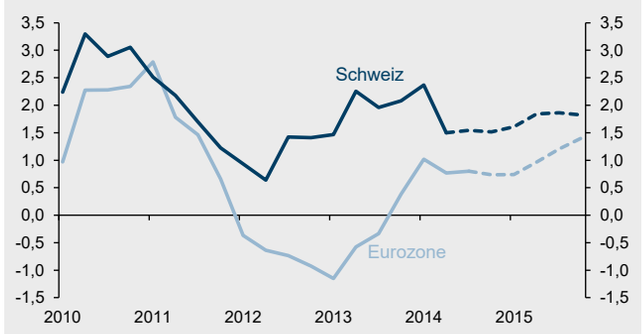
Prognoseübersicht Schweiz

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	1,9	1,7	1,8	1,8
Budgetsaldo	% des BIP	0,5	-0,1	0,6	0,8
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	13,5	10,8	13,0	15,0
Arbeitslosenquote	%	3,2	3,2	3,1	3,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	-0,2	0,0	0,4	1,2

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

Eidgenossen als Outperformer

Reales Bruttoinlandsprodukt, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research Prognosen ab Q3/Q4 2014

Die Verbraucherpreise sind im Jahresschnitt 2014 praktisch unverändert geblieben. Die Entwicklung lag damit zwischen dem von der Notenbank erwarteten Rückgang und dem marginalen Anstieg, den wir vor einem Jahr prognostiziert hatten. Der gesunkene Ölpreis dürfte 2015 inflationsdämpfend wirken. Der Preisanstieg wird in den kommenden zwei Jahren wohl erneut spürbar unter dem Ziel der Schweizer Nationalbank (SNB) von maximal 2 % bleiben. Vor diesem Hintergrund wird sich die Schweizer Geldpolitik 2015 nicht merklich ändern – der Leitzins sollte nahe null bleiben und die Wechselkursuntergrenze von 1,20 Franken je Euro dürfte Bestand haben. Ein negativer Einlagezinssatz – wie derzeit in der Eurozone – ist ein mögliches Szenario. Unsicherheit über den zukünftigen Kurs der SNB ist im Vorfeld des Referendums Ende November 2014 aufgekommen. Dieses könnte die Notenbank zwingen, ihre Goldbestände merklich aufzustocken – möglicherweise zulasten der Devisenreserven und/oder der Wechselkursuntergrenze.

4.13 Schweden: Migration als Wirtschaftsfaktor

Inlandsnachfrage gibt Impulse

In Schweden bleibt die 2014 vollzogene Stärkung der Inlandsnachfrage auch 2015 erhalten. Dabei profitiert der private Konsum von niedrigen Inflationsraten, höheren verfügbaren Einkommen und dem fortgesetzten, wenn auch schwächeren Anstieg der Hauspreise. Die Arbeitslosenquote geht nur langsam zurück, was allerdings verschleiert, dass die Beschäftigung in den letzten Jahren gestiegen ist. Da das höhere Arbeitskräfteangebot durch eine größere Erwerbsbeteiligung von Frauen sowie höhere Einwanderung offenbar weitgehend in den Arbeitsmarkt integriert werden konnte, ist auch eine größere Kaufkraft im Markt. Es ist jedoch davon auszugehen, dass bei anhaltend wachsender Einwohnerzahl auch die Zahl derer, die aufgrund schlechterer Qualifizierung länger arbeitssuchend bleiben, zunimmt. Dadurch dürfte sich der Abbau der Arbeitslosigkeit verlangsamen und die Dringlichkeit staatlicher Qualifizierungsmaßnahmen erhöhen.

Mit anziehender Konjunktur im Jahresverlauf 2015 in der EU, die knapp 60 % der schwedischen Exporte absorbiert, dürfte zudem der Außenbeitrag nicht mehr deutlich negativ wirken wie 2014. Damit kann sich der Anstieg des BIP-Wachstums 2015 leicht auf 2,4 % erhöhen.

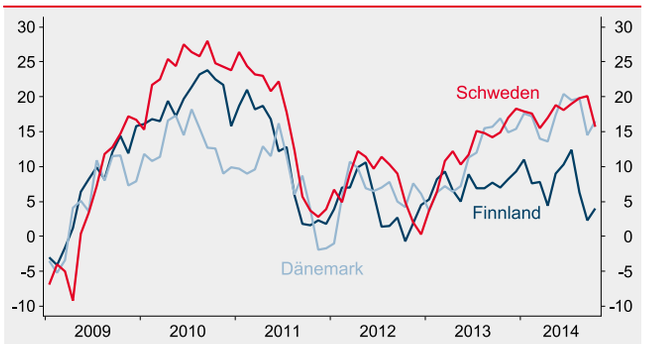
Prognoseübersicht Schweden

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	1,5	2,0	2,4	2,7
Budgetsaldo	% des BIP	-1,3	-2,4	-1,8	-1,2
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	6,5	5,7	5,4	5,0
Arbeitslosenquote	%	8,0	7,9	7,8	7,6
Inflationsrate	% gg. Vj.	0,0	-0,1	0,8	2,0

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

Konsumenten mit gebremstem Optimismus

EU-Verbrauchervertrauen, Saldo



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Leitzinsen und Inflation auf dem Nullpunkt

Die besseren Wirtschaftsaussichten und die hohe Verschuldung der privaten Haushalte konnten die Riksbank nicht davon abhalten, im Oktober den Leitzins noch einmal zu senken, so dass nun die Null erreicht ist. Anlass war die weiterhin unter den Erwartungen liegende Inflation, die von ihrem 2 %-Ziel weit entfernt ist. Erleichtert wurde der Schritt außerdem durch die neuerliche Zinssenkung und die weitergehenden Lockerungsmaßnahmen der EZB. Durch diesen Schritt geriet die Krone abermals unter Druck und fiel gegenüber Dollar und Euro in etwa auf den tiefsten Stand seit Herbst 2010. Die Notenbank will mit der Zinswende nun abwarten, bis die Inflation deutlich anzieht. Durch den zusätzlichen Konjunkturschwung im In- und Ausland dürfte die Inflation 2015 im Durchschnitt bei knapp 1 % liegen. Werte näher am Inflationsziel sind allerdings erst im Verlauf von 2016 zu erwarten.

Die Wahlniederlage der Konservativen im Herbst 2014 dürfte eine Quittung für die weiter hohe Arbeitslosenquote und die schlechtere Haushaltslage sein. Denn Schwedens angestrebter Budgetüberschuss von 1 % ist in den letzten Jahren einem Minus gewichen. Die Haushaltspläne der neuen Minderheitsregierung aus Grünen und Sozialisten unter Mitwirkung der Linken deuten jedoch nicht auf eine Neuausrichtung zu einer Austeritätspolitik hin. Zur Finanzierung u.a. von Sozial- und Arbeitsmarktausgaben sowie von Investitionen ins Bildungssystem sind allerdings Steuererhöhungen vorgesehen, z.B. für höhere Einkommensgruppen. Auch die Arbeitgeberbeiträge werden erhöht. Insgesamt dürfte das Budgetdefizit 2015 zwar für schwedische Verhältnisse hoch, im EU-Vergleich aber moderat bleiben. Die Verschuldung ist mit rund 40 % des BIP deutlich niedriger als im EU-Durchschnitt. Schwierige Mehrheitsverhältnisse allein bedeuten in Schweden zwar nicht zwangsläufig Handlungsunfähigkeit. Ob die neue rot-grüne Regierung aber die volle Legislaturperiode im Amt bleibt, muss sich angesichts erstarkter rechtspopulistischer Kräfte noch erweisen. Gegenüber einer Euro-Einführung wird auch diese Regierung zugeknöpft bleiben.

4.14 Norwegen: Konjunkturfahrt mit (Fiskal-)Airbag

In Norwegen behauptet sich das Wirtschaftswachstum. 2015 dürfte es mit 2 % fast doppelt so hoch ausfallen wie das der Eurozone. In der weniger volatilen Abgrenzung ohne den Offshore-Sektor liegt es bei voraussichtlich 2,5 %. Der Unterschied spiegelt u.a. die schwächeren Energieexporte wider, die unter den gesunkenen Preisen leiden und unterstreicht die Abhängigkeit der norwegischen Wirtschaft vom Energiesektor bzw. die Notwendigkeit zur Diversifikation. Die Sanktionen gegen Russland haben für Norwegen geringere Auswirkungen, v.a. bei Lebensmittelexporten, da die Hauptabnehmerländer (80 %) in der EU liegen. Allein nach Großbritannien, in die Niederlande und nach Deutschland geht rund die Hälfte der Ausfuhren. Die Investitionspläne der Unternehmen für den Energiesektor deuten auf ein deutlich geringeres Investitionsvolumen 2015 hin, was das BIP-Wachstum dämpfen dürfte. Die für den privaten Verbrauch wichtigen Hauspreise steigen ungebrochen, während die Einzelhandelsumsätze zuletzt, wohl auch bedingt durch den geringeren Reallohnanstieg, seitwärts tendierten.

Haushaltsüberschuss gibt Spielraum

Auch von der öffentlichen Hand bekommt die Konjunktur Rückenwind, so etwa über höhere Staatsausgaben für Investitionen in Forschung und Infrastruktur sowie im Erziehungs- und Gesundheitswesen, aber auch im Verteidigungssektor. Die seit 2013 amtierende rechtskonservative Minderheitsregierung hat in ihrem Budgetentwurf außerdem Steuererleichterungen sowohl für Unternehmen als auch für die Bevölkerung angekündigt. Finanziert werden kann dies, weil Norwegen dank des Energiesektors seit Jahren Haushaltsüberschüsse generiert, die regelmäßig im zweistelligen Bereich liegen. Die Fiskalregel, nach der die Ausgaben im mehrjährigen Durchschnitt maximal 4 % des Ölfonds betragen dürfen, sorgt für Stabilität. Eine Senkung der Schwelle auf 3 % ist in der Diskussion, sollte jedoch 2015 keine Konjunkturbremse darstellen.

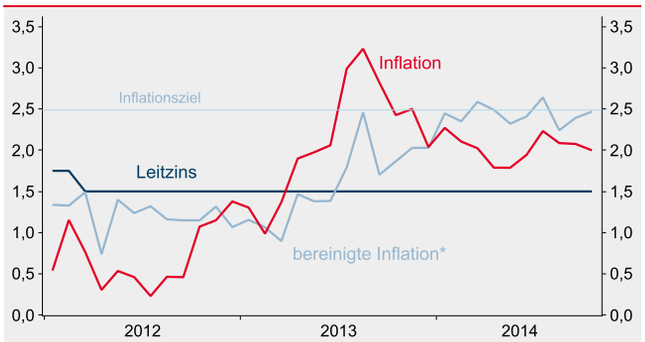
Prognoseübersicht Norwegen

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	0,7	2,0	2,0	2,3
Budgetsaldo	% des BIP	10,9	10,6	10,0	9,0
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	11,1	11,2	11,4	11,5
Arbeitslosenquote	%	3,4	3,2	3,3	3,2
Inflationsrate	% gg. Vj.	2,1	2,0	1,7	2,0

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

Kein Grund zur Hektik für die Notenbank

Inflation und Leitzins, %



*bereinigt um Steuern und Energiepreise
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zunächst kein Handlungsbedarf für Notenbank

Die Inflation bewegt sich sowohl beim Gesamtindex als auch beim energiepreis- und steuerbereinigten Index mit Raten von 2 % bis 2,5 % im Zielbereich der Zentralbank (auf mittlere Sicht ungefähr 2,5 %). Die Notenbank hat signalisiert, dass sie den Leitzins zunächst bei 1,5 % belassen will und erst 2016 einen restriktiveren Kurs anstrebt. So profitiert die Konjunktur weiter von den günstigen monetären Rahmenbedingungen. Zwar könnten die letzte Zinssenkung in Schweden und die zuletzt leicht gestiegene Arbeitslosigkeit dazu führen, dass auch Zinssenkungen in Norwegen wieder diskutiert werden. Da aber die Hauspreise weiter im Aufwärtstrend sind, könnte ein zu niedriger Zins die ohnehin hohe private Verschuldung weiter ausdehnen. Die Arbeitslosenquote ist mit nur gut 3 % im europäischen Vergleich sehr niedrig, so dass die Zentralbank genau darauf achten wird, ob über steigende Löhne Inflationsdruck entsteht.

Die bei gesunkenem Ölpreis und gekürzten Investitionsplänen schwächere Krone kommt norwegischen Exporteuren entgegen. Allerdings sprechen die vergleichsweise moderate Geldpolitik mit der Aussicht auf Zinserhöhungen und die soliden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen mit hohen Leistungsbilanz- und Budgetüberschüssen mittelfristig für eine wieder stärkere Tendenz.

4.15 Polen: Zentralbank hilft schieben

Inlandsnachfrage prägt

Die polnische Wirtschaft erreicht 2015 mit einem Wachstum von real knapp 3 % gegenüber dem Vorjahr wieder einen Wert, der deutlich über dem EU-Durchschnitt liegt. Einen wichtigen Beitrag leistet das Beschäftigungswachstum bei niedriger Inflation. Denn der Anstieg der verfügbaren Realeinkommen begünstigt den privaten Verbrauch, auch wenn angesichts der gestiegenen Unsicherheit das Sparen mehr in den Vordergrund rücken könnte. Bei der Reduzierung der Jugendarbeitslosigkeit, mittelfristig ein Wachstumsrisiko, konnten Fortschritte gemacht werden, wenngleich sie mit rund 22 % weiterhin recht hoch liegt. Der Konflikt im Nachbarland Ukraine trifft Polen insoweit, als es aufgrund seiner Befürwortung der Sanktionen gegenüber Russland von Handelsbeschränkungen betroffen ist. Darunter leidet insbesondere die Landwirtschaft, die jährlich Waren im Wert von 1-2 Mrd. US-Dollar nach Russland exportiert (30 % der landwirtschaftlichen Exporte). Dies wirkt sich, neben den niedrigen Energiepreisen, aufgrund der entstehenden Überschüsse auch auf die Inflation aus, die aber 2015 wieder über 1 % liegen dürfte.

Trotz weiterhin guter Eckdaten zeigt der Verlauf der Wachstumsraten einen nachlassenden Schwung. Vor dem Hintergrund einer Steigerung der Lebenshaltungskosten deutlich unterhalb des Inflationsziels hat die Notenbank daher im Oktober 2014 ein Zeichen gesetzt und erstmals seit Mitte 2013 den Leitzins um 50 Basispunkte auf das Rekordtief von 2 % gesenkt. Wenn sich die konjunkturelle Schwäche manifestiert, sind weitere Zinsschritte denkbar, zumal noch ein deutlicher Abstand zum Quasi-Nullzins der EZB besteht.

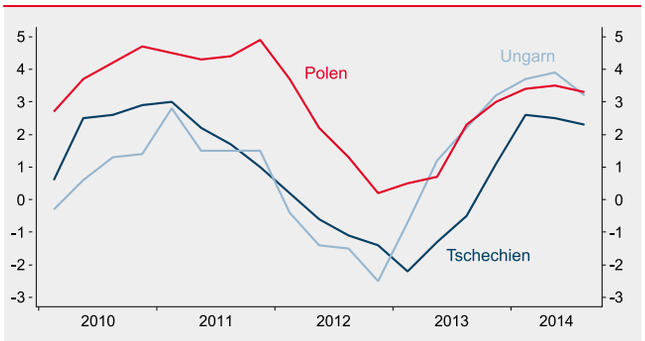
Prognoseübersicht Polen

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	1,7	3,1	2,8	3,2
Budgetsaldo	% des BIP	-4,0	-3,4	-3,0	-2,8
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-1,4	-2,0	-2,3	-2,6
Arbeitslosenquote	%	13,5	13,3	13,0	12,5
Inflationsrate	% gg. Vj.	0,9	0,1	1,3	2,0

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

Talsohle durchschritten

Reales Bruttoinlandsprodukt, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Wahlen 2015

Die polnische Regierung wird auch nach der Übergabe des Ministerpräsidentenamts an Tusks Parteikollegin Ewa Kopacz die Signalwirkung ihrer Haushaltspolitik im Blick behalten. Dafür spricht die geplante Anhebung des Renteneintrittsalters, um künftige Ausgaben zu begrenzen. Einsparungen sollen außerdem bei den Löhnen im öffentlichen Sektor und bei staatlichen Investitionen greifen. Daneben bleibt die Konjunktur im Fokus. Die Regierung hat trotz der Bedeutung der Fiskaldaten ein Überschießen über die Maastricht-Grenze von 3 % zugelassen. Dies und die Parlamentswahlen 2015 sprechen dafür, dass der Wirtschaft nicht durch Sparmaßnahmen zusätzliche Steine in den Weg gelegt werden sollen.

Der Konflikt zwischen Russland und der Ukraine hat insbesondere in den Nachbarländern die Diskussion um die Einführung des Euro wieder angefacht. Sie wäre ein weiteres klares Statement der Zugehörigkeit nach Europa. Allerdings hat Polen auch die Autonomie, die es ohne den Euro besitzt, in der Vergangenheit intensiv genutzt, sei es durch aktive Zinspolitik oder durch Einwirkungen auf den Devisenmarkt. Da der Rückhalt in der Bevölkerung für den Euro zudem begrenzt ist und 2015 Wahlen anstehen, ist nicht von einer schnellen Umstellung auszugehen. Die letzte Äußerung von offizieller Seite im Herbst 2014 nannte als mögliches Einführungsdatum 2020. Der Zloty dürfte indes bei überdurchschnittlichem Wachstum und soliden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen vergleichsweise robust bleiben, da der Zinsabstand zur Eurozone weiterhin attraktiv ist und die Zinswende für die Eurozone nach hinten geschoben wurde.

4.16 Ungarn: Kräfte mobilisieren gegen die Wachstumsdelle

Moderates Wachstum nach dem Wahljahr

Ungarns Wirtschaftswachstum bleibt 2015 deutlich über 2 %, lässt aber gegenüber 2014 spürbar nach. Der Schwung kommt bei rückläufiger Arbeitslosenquote und der Aussicht der Haushalte auf Erleichterungen bei ihrer hohen Außenverschuldung vom privaten Verbrauch und auch – mit befeuert durch die EU-Strukturfonds – von den Investitionen. Die Exporte sind von der Konjunkturschwäche in Europa beeinträchtigt. Die EU absorbiert etwa 80 % der Ausfuhren, Deutschland allein rund ein Viertel. Von fiskalischer Seite sollten 2015 nach dem Wahljahr 2014 schwächere Impulse kommen. Die mehrfach verordnete Senkung der Energiepreise hat zu einer rekordniedrigen Inflation beigetragen, die 2014 mehrfach unter null sank. So führen selbst moderate Lohnsteigerungen zu einem Anstieg der verfügbaren Einkommen. Nachdem die Basiseffekte einiger staatlicher Preissenkungen auslaufen, wird die Teuerung 2015 mit über 2 % wieder im Zielband der Zentralbank liegen. Für eine rasche Anhebung des Leitzinses, der unter der politischen Einwirkung binnen zweier Jahre um rund 500 Basispunkte auf den Rekordstand von 2,1 % gesenkt wurde, spricht daher kaum etwas, zumal die Zinswende in der Eurozone in weiter Ferne liegt.

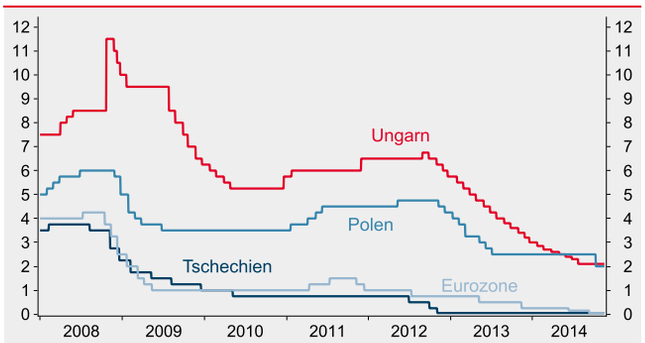
Prognoseübersicht Ungarn

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	1,5	3,2	2,5	2,3
Budgetsaldo	% des BIP	-2,4	-2,9	-2,8	-2,5
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	4,2	4,3	4,3	4,0
Arbeitslosenquote	%	10,2	8,0	7,8	7,7
Inflationsrate	% gg. Vj.	1,7	0,0	2,2	2,7

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

Ungarn: Bodenbildung beim Leitzins

Leitzinsen, %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die staatliche Einflussnahme zeigt sich auch bei den Unternehmenssteuern. Zwar wurde die umstrittene Internet-Steuer, die v.a. ausländische Telekomunternehmen belastet hätte, zurückgezogen. Die Neuregelung von Fremdwährungsdarlehen zugunsten privater Haushalte könnte die Banken – zu einem großen Teil ausländischer Herkunft – jedoch mit bis zu 3 Mrd. Euro belasten. Investoren schreckt dieser wirtschaftspolitische Kurs kaum: Die trotz massiver Zinssenkung nur wenig schwächere Währung und die seit Anfang 2012 rückläufigen Spreads ungarischer zu deutschen Staatsanleihen deuten darauf hin, dass das Vertrauen nicht so leicht zu erschüttern ist.

Die Bevölkerung dankte Premierminister Orban die haushaltsfreundlichen Maßnahmen im Frühjahr 2014 mit der Wiederwahl, so dass von einer Fortsetzung des Lenkungseinflusses, wenn auch nicht von Wohltaten im bisherigen Ausmaß, ausgegangen werden kann. Das Haushaltsdefizit bewegt sich an der 3 %-Grenze. Orban, der erst kurz vor den Wahlen ein Ende des EU-Defizitverfahrens verbuchen konnte, dürfte versuchen eine Neuauflage zu vermeiden. Die Budgetplanungen für 2015 sehen allerdings steuerliche Entlastungen für Familien sowie kleinere und mittlere Unternehmen vor. Bürokratische Hemmnisse für die Wirtschaft sollen abgebaut und der Anteil der Schattenwirtschaft reduziert werden. Rund 15 % der Mittel aus EU-Strukturfonds, die für Ungarn in der laufenden Budgetperiode bis 2020 rund 25 Mrd. Euro vorsehen, sollen für die Schaffung von Arbeitsplätzen verwendet werden.

Euro nicht auf der Agenda

Angesichts der umfänglichen Nutzung wirtschaftspolitischer Instrumente verwundert es nicht, dass eine baldige Euro-Einführung, die den Handlungsspielraum einengen würde, nicht auf der Agenda steht. Dazu passt die Ankündigung neuer Forint-Noten 2018. Die Bevölkerung allerdings zeigte sich, möglicherweise aufgrund ihrer schlechten Erfahrungen mit Fremdwährungskrediten, bei einer EU-Umfrage von den Vorteilen der Einheitswährung überzeugt.

4.17 Tschechien: Wie weit fliegt der Phoenix?

Basis für Aufschwung wird breiter

Das tschechische BIP schwenkte 2014 auf einen Wachstumspfad ein und dürfte 2015 einen Zuwachs von real 2,5 % verzeichnen. Dabei fußt der Aufschwung auf einer in den letzten Jahren eher untypischen Mischung der Komponenten: Während 2013 allein der neutrale Wachstumsbeitrag des Außenhandels ein stärkeres Schrumpfen der Wirtschaft verhinderte, hat nun die Inlandsnachfrage deutlich an Schwung gewonnen. Der Beitrag des Außenhandels ist positiv, wird aber 2015 noch von der Konjunkturschwäche in der Eurozone und höheren Importen begrenzt. Eine starke Inlandsnachfrage ist grundsätzlich eine gute Nachricht, besonders bei einer kleinen, offenen Volkswirtschaft, deren Konjunktur eng mit den Handelspartnern verknüpft ist. Es fragt sich jedoch, ob der Aufschwung ohne stärkere Hilfe vom Außenhandel länger überdauern kann.

Die Inflation bewegt sich nahe der Nulllinie. Sie dürfte trotz des Konjunkturaufschwungs, der Anhebung von Verbrauchsteuern und der weiterhin schwächeren Währung moderat bleiben. Mit 1,6 % im Jahresvergleich wird sie 2015 allerdings wieder im Zielbereich der Zentralbank liegen. Gebremst wird die Teuerung von gesunkenen Energiekosten, niedrigen Nahrungsmittelpreisen und dem schwachen Inflationsumfeld in der EU.

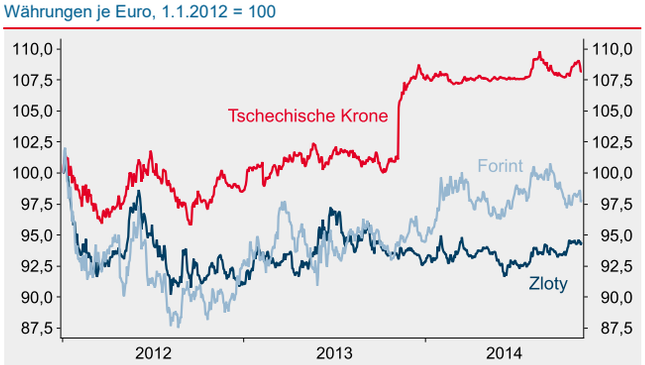
Prognoseübersicht Tschechien

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	-0,7	2,4	2,5	2,6
Budgetsaldo	% des BIP	-1,3	-1,4	-2,1	-1,7
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-2,2	-1,3	-0,9	-0,4
Arbeitslosenquote	%	7,7	7,7	7,2	6,7
Inflationsrate	% gg. Vj.	1,4	0,4	1,6	1,8

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

Währung erfolgreich geschwächt

Währungen je Euro, 1.1.2012 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ende der Austerität

Die Mitte-Links-Koalition von Premier Sobotka, seit Ende 2013 im Amt, markiert mit ihrem Budgetentwurf für 2015 das Ende der Austerität: Geplant sind steuerliche Maßnahmen, von denen speziell Familien profitieren, aber auch eine Anhebung der Renten und der Löhne im öffentlichen Sektor. Das Haushaltsdefizit dürfte daher 2015 auf gut 2 % des BIP steigen, nach 1,4 % 2014. Die Staatsverschuldung legt seit 2008 zwar kräftig zu, von rund 30 % auf voraussichtlich 45 % in 2015, erreicht damit aber nur etwa die Hälfte des EU-Durchschnitts.

Die Zentralbank fährt weiterhin einen lockeren Kurs: Der Leitzins unterstützt bei einem Niveau knapp über Null die Konjunkturerholung und der Euro-Kronen-Kurs, den die Notenbank mit ihrer Devisenmarktintervention Anfang November 2013 gezielt schwächte, hat die gesetzte Marke von gut 27 Kronen nicht unterschritten. Ein Ende der gezielten Devisenmarktpolitik hat sie nicht vor 2016 in Aussicht gestellt. Obwohl die Regierung die Euro-Einführung als Ziel bekräftigt hat, verschiebt sich diese Perspektive nach hinten, da mit dem Beitritt zum Europäischen Wechselkursmechanismus diese wirtschaftspolitische Handlungsoption nicht mehr besteht.

Fed-Politik mit Konsequenzen für die Region

Die Finanzmärkte zeigen sich unbeschadet dieser Eingriffe von der guten Verfassung der Wirtschaft überzeugt, so dass die Spreads zu deutschen 10-jährigen Staatsanleihen nahezu auf Null geschmolzen sind, deutlich unterhalb des niedrigen Niveaus in Polen und Ungarn. Mit einer Abkehr der Fed von ihrer extrem lockeren Geldpolitik dürfte sich das Investoreninteresse allerdings wieder stärker den USA zuwenden und zu tendenziell steigenden Renditen bei den Benchmarkanleihen und volatileren Währungen in der Region führen. Die soliden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen dürften allerdings eine massive Abkehr von Tschechien verhindern, wenn die politische Stabilität erhalten bleibt.

4.18 Russland: Phase der Autarkie

Fallende Investitionen

Das russische BIP-Wachstum ist bereits seit 2012 im Abwärtstrend. Diesen zu stoppen wird durch die im September 2014 verhängten Wirtschaftssanktionen der EU und der USA noch schwerer. Das BIP wird 2014 – wenn überhaupt – um rund 0,5 % zulegen und 2015 kaum schneller wachsen. Die Unsicherheit über die Dauer des Konflikts mit der Ukraine, der steigende Staatseinfluss in der Wirtschaft sowie instabile rechtliche und institutionelle Rahmenbedingungen lähmen die Investitionen, die voraussichtlich 2014 um fast 10 % fallen werden. Der inländische Konsum kann zudem nicht wie in vergangenen Jahren mit kräftigen Lohnerhöhungen und steigenden Sozialausgaben stimuliert werden: Die Lohnstückkosten sind in den vergangenen zehn Jahren bereits um 150 % gestiegen; das staatliche Rentensystem ist stark unterfinanziert. Der öffentliche und private Verbrauch werden daher 2014 und 2015 quasi stagnieren. Nur der Außenbeitrag stützt das Wachstum, da die Importe infolge der schwachen Investitionen, der Rubelabwertung (von Jahresbeginn bis Mitte November 2014 gegenüber dem US-Dollar um rund 30 %) und des Importstopps auf EU-Agrargüter zurückgehen.

Kurzfristig profitieren von den Sanktionen und den unsicheren Handelsbedingungen russische Unternehmen aller Branchen, die ihren inländischen Absatz erhöhen dürften. Russland importierte bisher beispielsweise ein Drittel seiner Trinkmilch, was angesichts der großen agrarischen Flächen, günstigen klimatischen Bedingungen sowie der geografischen Entfernungen zu viel ist und auf eine vernachlässigte Landwirtschaft hindeutet. Auf Dauer werden jedoch die Nachteile für die Wirtschaft überwiegen. Der notwendige Strukturwandel wird mangels korrekter Preissignale unterbleiben und Fehlinvestitionen werden in Bereichen erfolgen, in denen Russland keine Wettbewerbsvorteile genießt. Die gegenwärtige wirtschaftspolitische Maxime, ausländische durch inländische Produkte zu ersetzen, dürfte daher auf Dauer das Ziel verfehlen, die öl- und gasgeprägte Wirtschaftsstruktur zu diversifizieren.

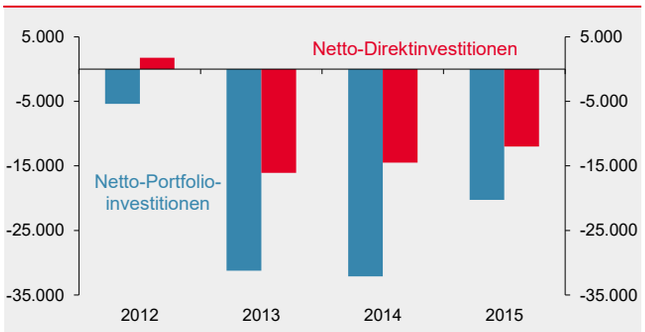
Prognoseübersicht Russland

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	1,3	0,5	0,7	1,5
Budgetsaldo	% des BIP	-0,5	0,0	-0,5	-1,0
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	1,6	2,5	2,5	2,0
Arbeitslosenquote	%	5,5	4,9	5,5	5,0
Inflationsrate	% gg. Vj.	6,8	7,7	7,3	6,0

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

Abfließende Portfolio- und Direktinvestitionen

Mio. US-Dollar



Quellen: EIU, Helaba Volkswirtschaft/Research

Restriktive Geldpolitik

Die in US-Dollar zu zahlenden Ölexportsteuern machen die Hälfte der gesamten Staatseinnahmen aus. Diese sind in Rubel entsprechend der Abwertung seit Ende 2013 trotz gesunkener Ölpreise gestiegen. Der Staatshaushalt dürfte somit 2014 insgesamt ausgeglichen sein – im ersten Halbjahr war er noch im Überschuss. Dagegen ist die Inflationsrate im Oktober 2014 über 8 % gestiegen. Die Zentralbank reagierte darauf trotz der schwachen Konjunktur seit März 2014 mit vier Leitzinserhöhungen von 5,5 % auf zuletzt 9,5 %. Die Kapitalabflüsse aus Russland haben seit 2013 wieder deutlich zugenommen. Nicht zuletzt deshalb sind die Währungsreserven seit Ende 2013 nach IWF-Abgrenzung von 470 Mrd. bis Ende August 2014 auf unter 420 Mrd. US-Dollar gefallen. Diese werden vorerst weiter sinken, da die im Ausland verschuldeten Unternehmen und die staatlichen Banken aufgrund der eingeschränkten ausländischen Finanzierungsmöglichkeiten verstärkt Finanzspritzen der Zentralbank sowie der staatlichen Wohlfahrtsfonds (Bestandshöhe: 8 % des BIP) brauchen. Eine innere und äußere Zahlungskrise Russlands ist allerdings wegen des ungefährdeten Leistungsbilanzüberschusses und der noch hohen Währungsreserven wenig wahrscheinlich.

4.19 Japan: Langsam wieder aufwärts

Die drittgrößte Volkswirtschaft der Welt hat die Mehrwertsteueranhebung von 5 % auf 8 % im April 2014 nicht verkraftet und ist im Sommer in eine technische Rezession abgeglitten. Die Binnenwirtschaft befindet sich nach wie vor in einem schwachen Zustand, so dass für 2014 insgesamt nur mit einem BIP-Wachstum von 0,5 % zu rechnen ist. Trotz der gigantischen Staatsverschuldung (fast 240 % des BIP) und der daher überfälligen Konsolidierungsmaßnahmen wird es zunächst keine zweite Stufe der Steuererhöhung geben, wie ursprünglich für Herbst 2015 geplant. Zu groß sind die gesamtwirtschaftlichen Risiken. Wieder einmal wird die dringende Sanierung der Staatsfinanzen also aufgeschoben. Vielmehr stehen nun weitere fiskalpolitische Konjunkturstimuli auf der Agenda. Genau wie die steigenden Sozialausgaben aufgrund der Überalterung Japans schüren diese die Problematik der öffentlichen Verschuldung. Schließlich decken Steuereinnahmen nur rund die Hälfte des japanischen Staatshaushalts ab, die andere Hälfte stammt von der Ausreichung neuer Staatsanleihen. Gleichwohl versucht Premier Abe, der für Dezember vorgezogene Neuwahlen anberaumt hat, seinen politischen Kurs zu verteidigen. Insbesondere den privaten Verbrauch als größte BIP-Komponente wird er dabei im Blick behalten.

Signifikante Inflation schmälert Konsum

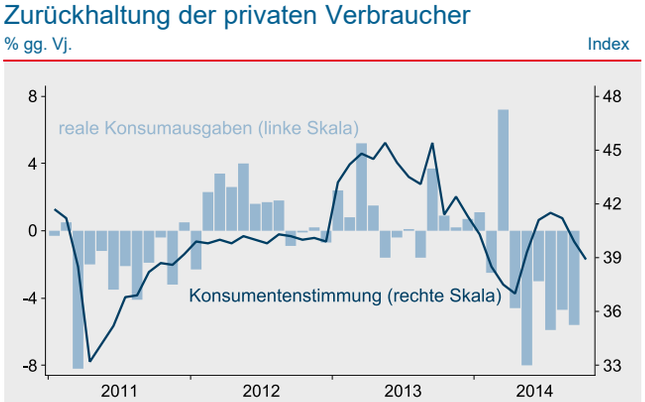
Zunächst dürften die Konsumausgaben der privaten Haushalte überschaubar bleiben. Schließlich hat die Anhebung der Verbrauchsteuer einen Sprung in der Inflationsrate über die Marke von 3 % herbeigeführt. Ausgehend vom in diesem Sommer erreichten Spitzenwert 3,7 % ist zwar mit einer weiter nachlassenden Teuerungsrate zu rechnen. Doch ist der Steuereffekt auf den Konsum weiterhin spürbar. Zudem wird die Kauflaune der privaten Verbraucher von der schwachen Lohnentwicklung beeinträchtigt. Auch wenn die Gehälter in nominaler Betrachtungsweise steigen, schrumpfen sie bereinigt um die signifikante Inflation seit Mitte 2013 kontinuierlich. Dieser Rückgang der Reallöhne beträgt durchschnittlich rund 2 % gegenüber dem Vorjahr. So hat sich die Konsumentenstimmung unter ihrem langfristigen Durchschnittsniveau zuletzt eingetrübt.

Prognoseübersicht Japan

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	1,5	0,5	1,0	1,5
Budgetsaldo	% des BIP	-9,3	-8,0	-7,0	-6,0
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	0,7	1,0	1,5	2,0
Arbeitslosenquote	%	4,0	3,5	3,5	3,3
Inflationsrate	% gg. Vj.	0,4	2,9	1,5	1,3

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

Zurückhaltung der privaten Verbraucher



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Genau wie der private Konsum dürften auch die Nettoexporte 2014 insgesamt keinen positiven Wachstumsbeitrag leisten. Die substanzielle Yen-Abwertung der letzten beiden Jahre vermochte die Ausfuhren nicht recht anzuschieben. Mittelfristig ist mit einer Stabilisierung der japanischen Währung zu rechnen. Mit der sukzessiven Wiederinbetriebnahme der inländischen Kernkraftwerke sollte das signifikante Handelsbilanzdefizit abzuschmelzen beginnen und ein leicht positiver Wachstumsbeitrag der Nettoexporte entstehen. Unterstützt von staatlichen Stimuli zur Belebung der Binnenwirtschaft ist für 2015 eine langsame Aufwärtsbewegung der japanischen Konjunktur mit einem BIP-Anstieg von 1 % zu erwarten. Die verhaltene Konjunkturdynamik spricht für eine gemäßigte Teuerung, zumal die steuer- und wechselkursbedingt preistreibenden Effekte auslaufen. Nach 2,9 % in 2014 sollte die Inflationsrate 2015 auf 1,5 % zurückgehen.

4.20 China: Schrumpfende Wachstumsziele

China hat 2014 das Wachstumsziel der Regierung von 7½ % im Jahresdurchschnitt wohl marginal verpasst. Der Zuwachs des realen Bruttoinlandsproduktes wird damit rund einen halben Prozentpunkt niedriger ausfallen als wir vor einem Jahr erwartet hatten. Wie in den USA – wo zwischen Istwert und Prognose ein ähnlicher Abstand liegen wird – war für diese Abweichung vor allem das schwache erste Quartal verantwortlich. Die aktuelle Debatte über die Lage der chinesischen Wirtschaft und den weiteren Ausblick zeigt, wie schwierig es sein kann, zwischen konjunkturellen Enttäuschungen und dem sich abflachenden mittelfristigen Wachstumstrend zu unterscheiden. Trotz anhaltender Diskussionen in den Medien und an den Märkten über die im Jahresverlauf mal anziehende, mal schwächer laufende Konjunktur in China, hat sich die tatsächliche Entwicklung auch 2014 letztlich wieder innerhalb einer recht engen Schwankungsbreite abgespielt. Daran dürfte sich 2015 nicht viel ändern. Wir rechnen mit einem Anstieg des realen BIP um 7,3 %. Die Regierung wird für 2015 wohl ein Wachstumsziel von rund 7 % anvisieren. Das Tempo der wirtschaftlichen Reformen sollte sich weiterhin daran orientieren, was die Konjunktur „hergibt“. Große Schritte sind in dieser Hinsicht daher 2015 unwahrscheinlich.

Zu einer neuen Normalität

Mittelfristig wird ein Wachstum von 7 % eher die Obergrenze der Normalität markieren. Auf Sicht von fünf bis zehn Jahren sind Zuwachsraten von 5 % realistischer. Dies wird jedoch für die Weltwirtschaft keine Katastrophe sein. Der Anteil der Volksrepublik am globalen BIP wird weiter zunehmen, so dass die geringeren Zuwächse ausreichen werden, damit China den gleichen Wachstumsbeitrag liefern kann wie bisher. Allerdings wäre eine erfolgreiche Umstellung des Wachstumsmodells – mehr Gewicht auf den Konsum – nicht ohne Wirkung auf den Import-Mix des Landes. Dadurch würden Anbieter von Investitionsgütern und Rohstoffen in der Zukunft vom chinesischen Wachstum tendenziell weniger profitieren als in der Vergangenheit.

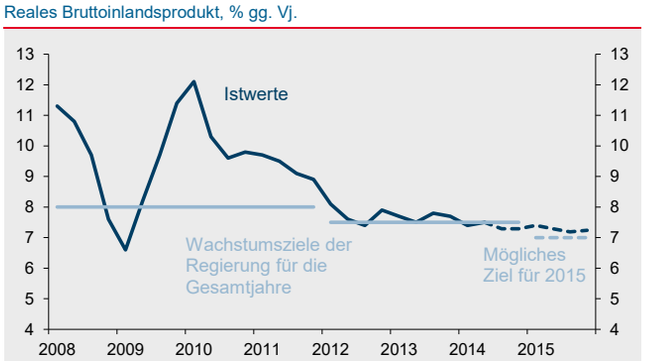
Prognoseübersicht China

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	7,7	7,4	7,3	6,8
Budgetsaldo	% des BIP	-0,9	-1,0	-1,0	-1,5
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	2,0	2,2	2,1	2,1
Arbeitslosenquote	%	4,1	4,1	4,1	4,1
Inflationsrate	% gg. Vj.	2,6	2,1	2,7	3,0

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

Wachstumstrend im graduellen Sinkflug

Reales Bruttoinlandsprodukt, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Der Preisdruck ist für chinesische Verhältnisse derzeit gedämpft. Nach einem Verbraucherpreisanstieg von 2,1 % in 2014 erwarten wir für 2015 einen Preisanstieg um 2,7 %. Dies liegt wieder komfortabel unterhalb der Obergrenze der Notenbank, so dass von dieser Seite möglichen Stimulusmaßnahmen nichts entgegensteht. Allerdings dürfte angesichts der hohen Bewertung vieler Immobilien und der Gefahr einer abrupten Korrektur der Kreditblase der Fokus der Wirtschaftspolitik neben der Reformagenda vor allem der Eindämmung eines möglichen Crashs gelten. Zwar sind die potenziellen Risiken in der Form von Über- und Fehlinvestitionen sowie übertriebenem Kreditwachstum erheblich, doch verfügt die chinesische Regierung verglichen mit anderen Staaten eher über die fiskalischen, rechtlichen und politischen Mittel, Probleme im Immobiliensektor, im sogenannten Schattenbankensystem oder selbst im (weitgehend staatlich kontrollierten) Bankensystem in den Griff zu bekommen. Eine solche Korrektur würde aber wahrscheinlich ein zyklisches „hard landing“ in China nach sich ziehen und auch die globale Konjunktur merklich belasten. Sie ist nicht Teil unseres Basis-Szenarios.

4.21 Brasilien: Wirtschaft wieder stärker im Vordergrund

Nach dem Jahr der Fußballweltmeisterschaft und der Präsidentschaftswahl kann sich die neue Regierung von Dilma Rousseff 2015 voll den aufgestauten wirtschaftlichen Problemen widmen. Wegen dirigistischer Eingriffe u.a. bei den Energiepreisen und des gesunkenen Vertrauens in die Wirtschaftspolitik sind die Investitionen 2014 voraussichtlich um 5 % gefallen. Der Außenbeitrag war zudem aufgrund der sich schwach entwickelnden Exporte negativ. Nicht nur gegenüber dem Vorquartal, sondern auch im Jahresvergleich sank das BIP im zweiten Quartal 2014 um 0,8 %. Mitte 2014 dürfte allerdings der Tiefpunkt erreicht worden sein, so dass sich für das ganze Jahr 2014 noch ein geringes Wachstum von etwa 0,5 % realisieren ließe.

Industrielle Erneuerung erforderlich

Die notwendigen Einschnitte werden das Wachstum zunächst zügeln. Ende 2014 wurden die Stromtarife zum Teil kräftig angehoben. Auch die staatlich kontrollierte Ölgesellschaft nahm die aus politischen Gründen vor den Wahlen verschobene Preisanpassung bei Benzin und Diesel vor. Die Inflation lag im Herbst 2014 mit 6 ½ % weit weg von der Zielvorgabe von 4,5 %. Die Zentralbank nutzte die Gelegenheit nach den Wahlen und erhöhte Ende Oktober trotz schwacher Konjunktur den Leitzins auf 11,25 %. Infolge der Stabilitätspolitik sowie der schwachen Exportnachfrage – industrielle und agrarische Rohstoffe stellen fast die Hälfte der Ausfuhren – wird sich das BIP-Wachstum 2015 wahrscheinlich nur leicht auf 1,5 % beschleunigen. Die Industrie hat in den letzten zehn Jahren strukturell an Bedeutung verloren. Um diese wieder wettbewerbsfähiger zu machen, ist der weitere Anstieg der Lohnstückkosten, die in den letzten zehn Jahren um über 100 % zugenommen haben, zu bremsen sowie die niedrige Investitionsquote von 17 % zu steigern.

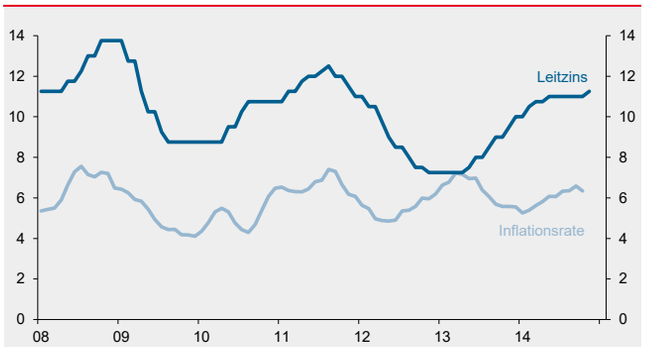
Prognoseübersicht Brasilien

		2013	2014s	2015p	2016p
BIP, real	% gg. Vj.	2,5	0,5	1,5	2,5
Budgetsaldo	% des BIP	-3,2	-4,0	-4,0	-3,7
Leistungsbilanzsaldo	% des BIP	-3,6	-3,6	-3,6	-3,5
Arbeitslosenquote	%	5,4	5,5	6,0	6,1
Inflationsrate	% gg. Vj.	6,2	6,3	6,7	6,5

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

Höhere Leitzinsen für mehr Stabilität

Leitzins Selic bzw. Inflationsrate, %



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Vorerst ausreichende Liquidität

Zudem belasten die Zwillingsdefizite im Staatshaushalt und in der Leistungsbilanz. Besonders das Staatsdefizit wird bei steigenden Zinsen – die staatlichen Zinszahlungen erreichen stolze 5 % des BIP – schwieriger zu finanzieren sein. Der 2011 noch realisierte Primärüberschuss (vor Zinszahlungen) von 3 % des BIP ist 2014 auf 1 % des BIP zurückgegangen. Fiskalische Einschnitte werden folglich immer dringender. Das Leistungsbilanzdefizit stieg 2013 auf über 80 Mrd. US-Dollar. Der äußere Finanzierungsbedarf des Landes beträgt seither etwa 170 Mrd. US-Dollar. Nur leicht fielen zum Glück trotz der verbreiteten Investitionsschwäche die ausländischen Direktinvestitionen, die von den Geschäftsmöglichkeiten im großen Binnenmarkt und künftig auch von der Förderung der Offshore-Ölvorkommen angezogen werden. Diese finanzieren immerhin zwei Drittel des Leistungsbilanzdefizits. Gleichzeitig verfügt Brasilien noch über Währungsreserven von 370 Mrd. US-Dollar. Da die Zentralbank am Devisenmarkt gewöhnlich nur begrenzt interveniert, dürften diese auch bei längeren Abwertungsphasen nur im überschaubaren Rahmen zur Währungsstützung herangezogen werden. An Liquidität mangelt es also nicht. Allerdings steigen die Auslandsschulden seit 2009 jährlich um rd. 50 Mrd. US-Dollar, und der daraus resultierende ausländische Schuldendienst (22 % der Exporteinnahmen) kann nicht mehr als niedrig betrachtet werden. Um ein erfolgreiches Schwellenland zu bleiben, müssen daher 2015 die Weichen von der Wirtschaftspolitik neu gestellt werden.

5 Prognosen im Überblick

5.1 Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit Jahresultimo	aktueller Stand*	Helaba Prognosen Q1/2015	Q2/2015	Q3/2015	Q4/2015
	(jeweils gg. Euro, %)	(jeweils gg. Euro)				
US-Dollar	9,6	1,25	1,20	1,15	1,20	1,25
Japanischer Yen	-2,4	148	143	140	142	144
Britisches Pfund	3,9	0,80	0,78	0,77	0,75	0,77
Schweizer Franken	2,1	1,20	1,22	1,22	1,22	1,25
	(in Landeswährung, %)	(Index)				
DAX	-0,7	9.484	8.700	8.900	9.300	9.800
Euro Stoxx 50	-0,2	3.102	2.900	3.000	3.100	3.200
Dow Jones	6,9	17.719	16.000	16.500	17.000	17.500
S&P 500	11,1	2.053	1.830	1.900	1.950	2.000
Nikkei 225	6,2	17.301	15.000	15.500	16.000	16.500
	(in Basispunkten)	(in %)				
Euro Leitzins	-20	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Tagesgeldsatz Eonia	-47	-0,02	0,00	0,00	0,00	0,00
3M Euribor	-21	0,08	0,10	0,10	0,10	0,10
6M Euribor	-21	0,18	0,20	0,20	0,20	0,20
12M Euribor	-22	0,34	0,35	0,35	0,35	0,35
2j. Bundesanleihen	-23	-0,02	-0,05	0,00	0,05	0,10
5j. Bundesanleihen	-78	0,14	0,10	0,15	0,20	0,30
10j. Bundesanleihen	-113	0,80	0,75	0,90	1,00	1,10
2j. Swapsatz	-32	0,22	0,20	0,25	0,25	0,30
5j. Swapsatz	-83	0,43	0,40	0,45	0,50	0,60
10j. Swapsatz	-115	1,01	0,95	1,10	1,20	1,30
30j. Swapsatz	-99	1,74	1,75	1,80	1,90	2,00
2j. Pfandbriefe	-24	0,12	0,10	0,15	0,20	0,25
5j. Pfandbriefe	-85	0,39	0,40	0,45	0,50	0,60
10j. Pfandbriefe	-123	1,03	0,95	1,10	1,20	1,30
3M USD Libor	-2	0,23	0,80	1,30	1,60	1,80
10j. US-Treasuries	-69	2,34	2,80	2,90	3,00	3,00
	(in %)	(in $)				
Brentöl $/bbl	-28,4	79	85	80	85	90
Gold $/oz	-1	1194	1100	1050	1100	1150

* 20.11.2014
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

5.2 Konjunkturprognose Deutschland im Detail

		2013	2014p	2015p	2016p	2015p			
						Q1	Q2	Q3	Q4
Bruttoinlandsprodukt	% gg. Vj., real	0,1	1,4	1,5	1,7				
Bruttoinlandsprodukt kalenderbereinigt	% gg. Vj., real	0,2	1,4	1,3	1,6	0,4	0,5	0,5	0,6
Private Konsumausgaben	% gg. Vj., real	0,8	1,1	1,5	1,5	0,3	0,5	0,4	0,4
Konsumausgaben des Staates	% gg. Vj., real	0,7	1,0	1,0	1,0				
Bruttoanlageinvestitionen	% gg. Vj., real	-0,7	3,0	2,0	3,2				
Ausrüstungsinvestitionen	% gg. Vj., real	-2,7	3,0	2,0	4,5				
Bauinvestitionen	% gg. Vj., real	-0,1	3,0	2,0	2,0				
Exporte	% gg. Vj., real	1,6	3,0	4,5	4,0				
Importe	% gg. Vj., real	3,1	3,5	4,0	4,0				
Handelsbilanzsaldo	Mrd. €	207,8	210	215	215				
Leistungsbilanzsaldo	Mrd. €	189,2	200	205	205				
Arbeitslose	Tsd.	2.950	2.900	2.800	2.780				
Arbeitslosenquote	% d. gesamten Erwerbspersonen	6,9	6,7	6,5	6,4	6,6	6,5	6,5	6,5
Preisindex für die Lebenshaltung	% gg. Vj., real	1,5	0,9	1,1	1,7	0,7	1,0	1,0	1,6
Defizit/Überschuss der öffentlichen Haushalte	% des BIP	0,1	0,3	0,3	0,1				

s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: Statistisches Bundesamt, Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

5.3 Konjunkturprognose USA im Detail

		2013	2014s	2015p	2016p	2015p			
						Q1	Q2	Q3	Q4
Bruttoinlandsprodukt*	% gg. Vj. / Vq. JR	2,2	2,3	3,0	2,8	3,0	2,7	2,5	2,4
Private Konsumausgaben*	% gg. Vj. / Vq. JR	2,4	2,2	2,5	2,4	2,8	2,4	2,4	2,4
Staatsausgaben*	% gg. Vj.	-2,0	0,0	1,2	1,9				
Anlageinvestitionen*	% gg. Vj.	3,0	6,0	7,4	6,4				
Ausrüstungsinvestitionen*	% gg. Vj.	4,6	6,3	9,0	8,7				
Wohnungsbauinvestitionen*	% gg. Vj.	11,9	1,7	7,2	5,1				
Exporte*	% gg. Vj.	3,0	3,7	6,2	5,2				
Importe*	% gg. Vj.	1,1	3,7	6,3	6,2				
Haushaltssaldo (Federal)	% am BIP	-4,0	-3,1	-2,8	-2,8				
Arbeitslosenquote	%	7,4	6,2	5,0	4,5	5,4	5,0	4,8	4,7
Verbraucherpreisindex	% gg. Vj.	1,5	1,6	1,2	2,2	1,3	0,9	1,2	2,2
ohne Energie und Nahrungsmittel	% gg. Vj.	1,8	1,8	2,0	2,0	2,0	1,9	2,1	2,1

s=Schätzung, p=Prognose

* real (in chained Dollars von 2009)

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

5.4 Bruttoinlandsprodukt und Inflation

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr in %				Veränderung gg. Vorjahr in %			
	2013	2014s	2015p	2016p	2013	2014s	2015p	2016p
Euroland	-0,4	0,7	1,1	1,4	1,4	0,5	0,8	1,4
Deutschland*	0,2	1,4	1,3	1,6	1,5	0,9	1,1	1,7
Frankreich	0,4	0,4	1,0	1,2	1,0	0,6	0,8	1,4
Italien	-1,9	-0,3	0,6	1,0	1,3	0,2	0,7	1,2
Spanien	-1,2	1,3	1,7	1,7	1,5	0,1	0,6	1,4
Niederlande	-0,7	0,8	1,5	1,7	2,6	0,4	0,8	1,2
Österreich	0,2	0,7	1,2	1,5	2,0	1,7	1,8	2,0
Griechenland	-3,3	0,5	1,5	2,5	-0,9	-1,0	0,3	1,0
Portugal	-1,4	0,6	1,0	1,5	0,4	0,0	0,6	1,0
Irland	0,2	4,0	3,0	3,0	0,5	0,4	0,8	1,7
Großbritannien	1,7	3,0	2,4	1,8	2,6	1,5	1,7	2,3
Schweiz	1,9	1,7	1,8	1,8	-0,2	0,0	0,4	1,2
Schweden	1,5	2,0	2,4	2,7	0,0	-0,1	0,8	2,0
Norwegen	0,7	2,0	2,0	2,3	2,1	2,0	1,7	2,0
Polen	1,7	3,1	2,8	3,2	0,9	0,1	1,3	2,0
Ungarn	1,5	3,2	2,5	2,3	1,7	0,0	2,2	2,7
Tschechien	-0,7	2,4	2,5	2,6	1,4	0,4	1,6	1,8
Russland	1,3	0,5	0,7	1,5	6,8	7,7	7,3	6,0
USA	2,2	2,3	3,0	2,8	1,5	1,6	1,2	2,2
Japan	1,5	0,5	1,0	1,5	0,4	2,9	1,5	1,3
Asien ohne Japan	5,5	5,3	5,3	5,2	4,5	4,1	4,3	4,5
China	7,7	7,4	7,3	6,8	2,6	2,1	2,7	3,0
Indien	5,0	5,5	6,0	6,0	10,0	8,0	7,5	7,0
Lateinamerika	2,6	1,5	2,7	3,3	8,3	10,3	9,5	8,0
Brasilien	2,5	0,5	1,5	2,5	6,2	6,3	6,7	6,5
Welt	2,8	2,9	3,3	3,3	2,9	3,1	2,9	3,2

s=Schätzung, p=Prognose; * arbeitstäglich bereinigt
Quellen: EIU, Macrobond, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

5.5 Leistungsbilanz- und Budgetsalden

	Leistungsbilanzsaldo in % des BIP				Budgetsaldo in % des BIP			
	2013	2014s	2015p	2016p	2013	2014s	2015p	2016p
Euroland	2,3	2,5	2,6	2,6	-2,9	-2,6	-2,5	-2,1
Deutschland	6,7	7,0	7,0	6,8	0,1	0,3	0,3	0,1
Frankreich	-0,2	-1,1	-0,9	-0,9	-4,1	-4,4	-4,4	-4,0
Italien	1,0	1,5	1,6	1,7	-2,8	-3,0	-2,7	-2,3
Spanien	1,5	0,4	0,5	0,6	-6,8	-5,5	-4,7	-3,7
Niederlande	10,2	9,1	8,7	8,3	-2,4	-2,5	-2,2	-1,8
Österrreich	2,3	2,4	2,7	2,8	-1,5	-2,9	-2,0	-0,5
Griechenland	0,8	0,5	0,3	0,2	-12,2	-1,6	-0,1	0,3
Portugal	0,5	0,6	1,0	1,0	-4,9	-4,9	-3,3	-2,8
Irland	3,8	5,8	5,5	5,5	-5,7	-3,7	-2,7	-2,8
Großbritannien	-4,2	-4,4	-3,5	-3,0	-5,8	-5,4	-4,8	-4,0
Schweiz	13,5	10,8	13,0	15,0	0,5	-0,1	0,6	0,8
Schweden	6,5	5,7	5,4	5,0	-1,3	-2,4	-1,8	-1,2
Norwegen	11,1	11,2	11,4	11,5	10,9	10,6	10,0	9,0
Polen	-1,4	-2,0	-2,3	-2,6	-4,0	-3,4	-3,0	-2,8
Ungarn	4,2	4,3	4,3	4,0	-2,4	-2,9	-2,8	-2,5
Tschechien	-2,2	-1,3	-0,9	-0,4	-1,3	-1,4	-2,1	-1,7
Russland	1,6	2,5	2,5	2,0	-0,5	0,0	-0,5	-1,0
USA	-2,4	-2,2	-2,0	-2,2	-5,3	-4,5	-4,1	-3,9
Japan	0,7	1,0	1,5	2,0	-9,3	-8,0	-7,0	-6,0
Asien ohne Japan	1,5	1,5	1,3	0,8	-2,0	-2,6	-2,6	-2,5
China	2,0	2,2	2,1	2,1	-0,9	-1,0	-1,0	-1,5
Indien	-2,6	-2,5	-2,5	-3,0	-4,5	-4,9	-4,5	-4,0
Lateinamerika	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-0,9	-1,9	-1,7	-1,5
Brasilien	-3,6	-3,6	-3,6	-3,5	-3,2	-4,0	-4,0	-3,7

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

Adressen der Landesbank Hessen-Thüringen

Hauptsitze

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

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

Bausparkasse

Landesbausparkasse Hessen-Thüringen

Offenbach am Main
Strahlenbergerstraße 15
63067 Offenbach am Main
Telefon 0 69/91 32-02
Telefax 0 69/91 32-29 90

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

Förderbank

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

Niederlassungen

Düsseldorf
Uerdinger Straße 88
40217 Düsseldorf
Telefon 02 11/8 26-05
Telefax 02 11/8 26-31 84

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

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

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

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

Repräsentanzen

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

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

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

Immobilienbüros

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

München
Lenbachplatz 2a
80333 München
Telefon 0 89/5 99 88 49-11
Telefax 0 89/5 99 88 49-10

Sparkassen-Verbundbank-Büros

Düsseldorf
Uerdinger Straße 88
40217 Düsseldorf
Telefon 02 11/8 26-05
Telefax 02 11/8 26-31 84

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

Stuttgart
Theodor-Heuss-Straße 11
70174 Stuttgart
Telefon 07 11/2 80 40 4-0
Telefax 07 11/2 80 40 4-20

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

Auswahl der Tochtergesellschaften

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

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

Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG
JUNGHOF
Junghofstraße 26
60311 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/1 56 86-0
Telefax 0 69/1 56 86-1 40

Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG
Börsenstrasse 16, Postfach
8022 Zürich
Schweiz
Telefon +41 44/2 65 44 44
Telefax +41 44/2 65 44 11

Auswahl der Tochtergesellschaften

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

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

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

Helaba
Landesbank Hessen-Thüringen

MAIN TOWER
Neue Mainzer Straße 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon 0 69/91 32-20 24
Telefax 0 69/91 32-22 44

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

www.helaba.de