

## **RENTENTRENDS**

12. Mai 2017

---

Die Weltwirtschaft erholt sich weiter. Besonders in der Eurozone sind gute Zahlen zu vermelden. Dazu kommt noch die Erleichterung über den Sieg Macrons in Frankreich. Trotzdem wird die EZB zunächst noch die Füße still halten. Die Fed wird hingegen an ihrem vorsichtigen Straffungskurs festhalten. Lesen Sie mehr auf den folgenden Seiten.

---

# Editorial: Ist der Weg frei für höhere Renditen?

Dr. Cyrus de la Rubia  
Tel. : 040 3333 15260

Der politische Sturm in Europa geht allmählich vorüber. Bei den Wahlen in den Niederlanden und Frankreich haben sich entgegen mancher Befürchtungen europafreundliche Kandidaten bzw. Parteien durchgesetzt. Gleichzeitig hat sich der Aufschwung in Europa im Allgemeinen und Deutschland im Besonderen beschleunigt und auch die Weltkonjunktur hellt sich zusehends auf. So liegen in den USA die ISM-Geschäftsklimaindizes für das Verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor weiterhin deutlich im expansiven Bereich und in den Schwellenländern - sieht man von einer Wachstumsverlangsamung in China ab - ist auch ein ordentliches Wachstum zu erwarten. Insgesamt sollte das BIP der Weltwirtschaft in diesem Jahr um 3,5% zulegen, deutlich höher als im vergangenen Jahr (3,1%).

Man könnte meinen, dass damit der Weg für höhere Renditen frei ist. Jedoch ist der Renditeanstieg bislang relativ verhalten und dürfte es zunächst auch noch bleiben. Das hat mehrere Gründe:

1. Die Inflation ist zwar gestiegen. Der energiepreisbedingte Basiseffekt läuft jedoch aus. Gleichzeitig macht der Ölpreis keine Anstalten, zu einer nachhaltigen Rallye anzusetzen. Kurz: Ein nachhaltiger Inflationsdruck ist nicht zu erwarten.
2. Wichtige politische Stolpersteine sind aus dem Weg geräumt. Politische Unsicherheit gibt es aber weiterhin. In Großbritannien finden am 8. Juni Unterhauswahlen statt und in Italien wird in diesem Jahr möglicherweise ebenfalls gewählt. Auch das Referendum über die Unabhängigkeit in Katalonien, dessen Regierung sich gegen den Willen Madrids von Spanien lösen will, sollte Beachtung finden. Außerdem sorgen die Spannungen rund um Nordkorea bei vielen Investoren für Nervosität. Gleichzeitig macht sich eine gewisse Ernüchterung bemerkbar in Bezug auf die im US-Wahlkampf angekündigten Maßnahmen zur Belebung der Konjunktur durch Steuersenkungen und Infrastrukturausgabenprogramme.
3. Die EZB wird voraussichtlich bis zum Jahresende 2017 an ihrem Ankaufprogramm von 60 Mrd. Euro pro Monat festhalten und damit die Knappheit bei Bundesanleihen verstärken. Die Bund-Kurse werden darüber hinaus auch von den Nettotilgungen gestützt. Gleichzeitig rechnen wir mit einer sehr vorsichtigen Gangart der Fed in Form von zwei weiteren Zinserhöhungen in diesem Jahr. Die EZB wird frühestens Mitte nächsten Jahres den Einlagenzins anheben, vorher allerdings mit dem Tapering beginnen.

Ad 1.: Die Inflation kommt auf globaler Ebene nicht so recht in Fahrt. In den USA, Japan und China war sie zuletzt rückläufig. Auch die anhand der inflationsindexierten Anleihen gemessenen Inflationserwartungen zeigen über die letzten 12 Monate mehrheitlich eine Seit- oder Abwärtsbewegung. Der Ölpreis liegt jetzt mit 50,7 US-Dollar/ Barrel (Brent) zwar noch rund 7 % über dem Vorjahresniveau. Das ist allerdings schon erheblich weniger als zu Jahresbeginn, als die Vorjahresveränderung bei etwa 100% lag. Per Jahresende wird der Preis für die Ölsorte Brent - unter der Annahme eines unveränderten Preisniveaus - 5% unter dem gleichen Monat des Vorjahres liegen. Dass die Inflation in der Eurozone über 1 % und in den USA über 2 % bleiben dürfte, liegt in erster Linie an

der kleiner werdenden Outputlücke. Der Gesamteffekt auf die Teuerungsrate bleibt aber sehr verhalten.

Ad 2. Politische Unsicherheit wird ein Thema bleiben. Bei aller Euphorie, die die Wahl Emmanuel Macrons insbesondere an den Aktienmärkten ausgelöst hat, ist ganz nüchtern zu fragen: Was kann der neue Präsident Frankreichs, der keine traditionelle Partei hinter sich hat, an neuen Impulsen für Frankreich und Europa liefern? Vor diesem Hintergrund wird es spannend, wie die Wahlen zur Nationalversammlung am 11. und 18. Juni ausgehen werden. Wir sind in diesem Zusammenhang zuversichtlich, dass Macron als Kandidat der Mitte in der Lage ist, Mehrheiten hinter sich zu versammeln und wichtige Projekte wie die Reform des Arbeitsmarktes sowie eine Unternehmenssteuerreform durchsetzen wird. Auf europäischer Ebene besteht eine gute Chance, den deutsch-französischen Motor wieder in Gang zu bringen, nachdem dieser unter Präsident François Hollande allenfalls stotterte. Für Ideen wie Eurobonds und einen gemeinsamen Finanzminister dürfte sich die jetzige Bundesregierung aber sicherlich nicht begeistern lassen.

Auf globaler Ebene sind die Spannungen in Nordkorea ein wichtiges Argument, weiter in Staatsanleihen investiert zu bleiben. Die Risiken dieses Konfliktes, in dem neben Nordkorea vor allem Südkorea, Japan, China und die USA verwickelt sind, sind in den vergangenen Monaten und Wochen gestiegen (siehe dazu Fokus in dieser Publikation).

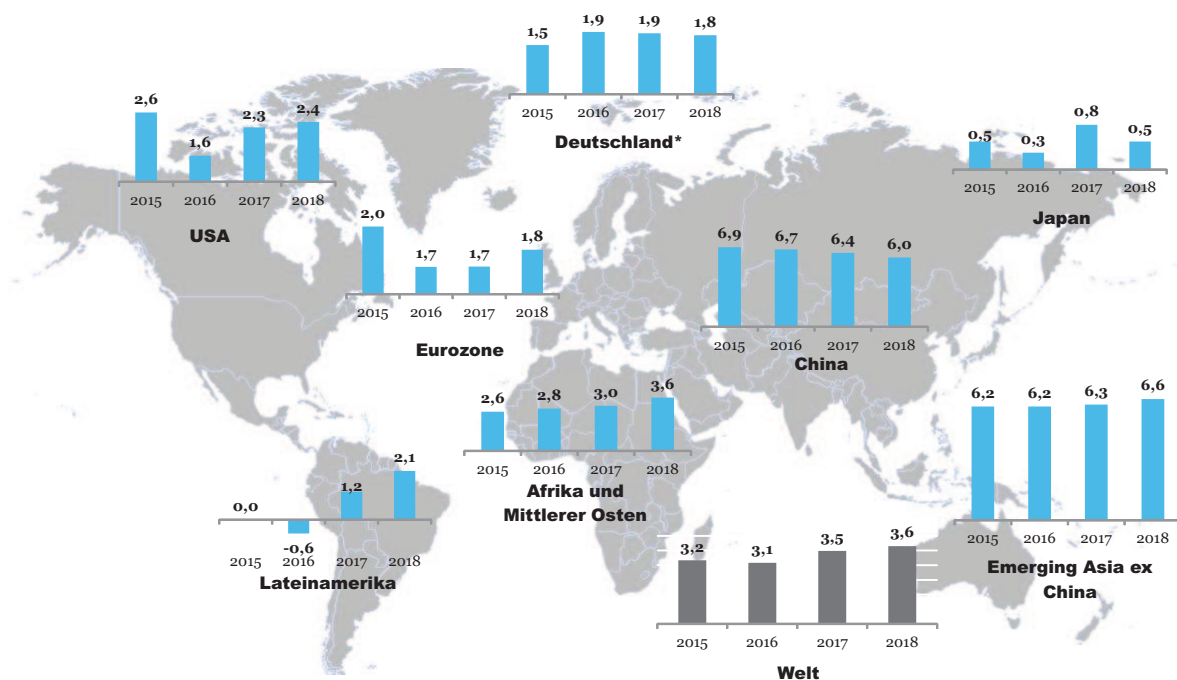
Ad 3. Die geldpolitischen Entwicklungen sprechen weiterhin für ein gedämpftes Renditeniveau. Zwar bekennt die Fed, dass sie seit einigen Wochen über eine Reduktion ihrer Bilanzsumme diskutiert (dies würde sie dadurch erreichen, dass sie nicht mehr fällige Anleihen (vollständig) reinvestiert). Gleichzeitig bleibt die Geldpolitik der EZB mit einem Ankaufvolumen von 60 Mrd. Euro an Anleihen bis mindestens Dezember 2017 zunächst expansiv. Das gleiche gilt im Übrigen auch für die japanische Notenbank, die pro Monat umgerechnet rund 70 Mrd. US-Dollar an Wertpapieren ankauft. Auf globaler Ebene ändert sich daher nicht so viel: Die Bondmärkte bleiben geldpolitisch noch gut unterstützt. Die Fed wird vermutlich im kommenden Jahr beginnen, die Bilanzsumme zu normalisieren, die EZB ist davon noch weit entfernt, wird aber voraussichtlich zu Beginn des Jahres 2018 mit dem so genannten Tapering beginnen – also der Reduktion des Anleiheankaufvolumens.

Fazit: Insgesamt rechnen wir mit einem gedämpften, aber relativ stetigen Anstieg der langfristigen Zinsen. Die EZB wird frühestens im Jahr 2018 an der Zinsschraube drehen und die Fed auch im kommenden Jahr nur vorsichtig die Zinsen anheben. Eine Rückführung der Bilanzsumme dürfte ebenfalls in kleinen Trippelschritten erfolgen. Per Jahresende sollten die zehnjährigen Bundesrenditen bei 60 Basispunkten, die US-Treasuries bei 2,85 % liegen.

# INHALT

Editorial: Ist der Weg frei für höhere Renditen?	2
Prognosen auf einen Blick und Zusammenfassung	5
Eurozone: Konjunktur- und Zinsprognose	6
Deutschland: Konjunkturprognose	9
Vereinigte Staaten: Konjunktur- und Zinsprognose	11
China: Konjunkturprognose	14
Aktienmärkte	16
Wechselkurse	18
Ölmärkte	22
Nordkorea	24
Konjunkturdatenüberblick – Vereinigte Staaten	26
Konjunkturdatenüberblick – Eurozone	27
Konjunkturdatenüberblick – China	28
Glossar	29
Impressum/Disclaimer	33

## BIP-Prognose Weltwirtschaft



\* Originaldaten, nicht kalenderbereinigt

# Prognosen auf einen Blick

Konjunktur	BIP-Veränderung			Konsumentenpreisinflation		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Eurozone	1,7	1,7	1,8	1,1	1,3	1,6
Deutschland (Originaldaten)	1,9	1,9	1,8	0,7	1,4	1,8
USA*	1,6	2,3	2,4	2,4	2,3	2,4
China	6,5	6,4	6,0	1,8	2,3	3,0
Welt	3,1	3,5	3,6	-	-	-
Zinsen (Periodenendwerte)	5/12/2017		Jun-17	Dec-17	Jun-18	Dec-18
<b>Eurozone</b>						
Tendersatz (%)	0,00		0,00	0,00	0,00	0,25
Einlagezinssatz (%)	-0,40		-0,40	-0,40	-0,30	0,00
3-Monats-Euribor (%)	-0,33		-0,35	-0,30	-0,20	0,15
2-jähr. Bundesanleihen (%)	-0,68		-0,80	-0,60	-0,20	0,15
10-jähr. Bundesanleihen (%)	0,39		0,40	0,60	0,80	1,20
<b>USA</b>						
fed funds (Zielzone) (%)	0,75 - 1,00		1,00 - 1,25	1,25 - 1,50	1,75 - 2,00	2,00 - 2,25
3-Monats-Libor-USD (%)	1,18		1,35	1,65	2,15	2,40
2-jährige Staatsanleihen (%)	1,29		1,50	1,75	2,35	2,60
10-jähr. Staatsanleihen (%)	2,33		2,50	2,85	3,05	3,25
Wechselkurse	5/12/2017		Jun-17	Dec-17	Jun-18	Dec-18
Euro/US-Dollar	1,09		1,11	1,10	1,12	1,15
Euro/CHF	1,09		1,07	1,08	1,10	1,12
Euro/GBP	0,85		0,87	0,90	0,85	0,85
US-Dollar/Yen	113,4		110,00	115,00	118,00	120,00
Aktien	5/12/2017		Jun-17	Dec-17	Jun-18	Dec-18
Dax	12770		12550	12650	12750	12900
Eurostoxx50	3638		3600	3650	3750	3800
S&P500	2391		2385	2400	2450	2475
Rohstoffe	5/12/2017		Jun-17	Dec-17	Jun-18	Dec-18
Öl (Brent) in USD	51		56	53	46	46
Bunker 3,5% Rotterdam	279		303	254	254	292

\*Als Inflationsindex wird hier der PCE-Kerninflationsindex herangezogen.

Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank Volkswirtschaft & Research

## Zusammenfassung

Nachdem die Hürde der französischen Präsidentschaftswahlen erfolgreich gemeistert wurde, richtet sich der Fokus nun auf die sich aufhellende Weltkonjunktur. Jedoch dürfte die besser als erwartete weltwirtschaftliche Lage gegenwärtig noch nicht zu höheren Renditen an den Rentenmärkten führen.

Während die Europäische Zentralbank (EZB) bis zum Jahresende an ihrem Ankaufprogramm festhalten dürfte und dieses im neuen Jahr allmählich auslaufen lassen wird, rechnen wir in den USA mit zwei weiteren Zinsschritten in diesem Jahr. Der Erste dürfte bereits im Juni erfolgen und der Zweite im Dezember. Die globalen Spannungen (v.a. Nordkorea) sorgen dafür, dass viele Investoren in Staatsanleihen investiert bleiben und der Renditeauftrieb begrenzt bleiben sollte.

Unsere Prognosen haben wir überarbeitet und angepasst. Für das Wachstum in Deutschland und der Eurozone haben wir unsere Wachstumserwartungen erhöht. So kann Deutschlands BIP voraussichtlich mit einer Rate von 1,9 % zulegen und die Eurozone mit 1,7 % auf dem Niveau des Vorjahres expandieren (beide nicht arbeitstagebereinigt). Das Wachstum der Weltwirtschaft erwarten wir weiterhin bei 3,5 % in diesem Jahr. Der Euro dürfte per Jahresende wie in der bisherigen Prognose bei 1,10 US-Dollar notieren. Die stärkste Anpassung haben wir bei den Aktien wegen der gesunkenen politischen Risiken vorgenommen. Der Dax sollte per Jahresmitte bei 11.900 (vorher: 10.600) notieren und am Jahresende bei 12.200 liegen. Beim Ölpreis können wir uns per Jahresmitte einen höheren Brentpreis bei 56 US-Dollar/Barrel vorstellen, für das Jahresende erwarten wir 53 US-Dollar/Barrel.

# Eurozone: Konjunktur- und Zinsprognose

Europa atmet auf. In Frankreich ist der EU- und reformfreundliche Kandidat Emmanuel Macron zum Präsidenten gewählt worden, womit der größte absehbare Stolperstein in diesem Jahr aus dem Weg geräumt wurde. Damit fällt für die Rentenmärkte ein großer Unterstützungsfaktor weg: Da die Stabilität der Eurozone nicht mehr unmittelbar bedroht ist, suchen die Investoren mehr Risiko-Assets und wenden sich von den sicheren Staatsanleihen ab, was gleichbedeutend mit höheren Renditen ist. Diese Entwicklung wird grundsätzlich gefördert von einer überraschend robusten Konjunktur, worauf sowohl die BIP-Daten als auch die jüngsten Geschäftsklimaindizes hindeuten. Für das Gesamtjahr rechnen wir mit einem Wirtschaftswachstum in der Eurozone von 1,7 % (bisherige Prognose: 1,6 %). Die Inflation bleibt derzeit noch in der Nähe von 2,0 %, was unter anderem mit der rückläufigen Outputlücke zu erklären ist. Per Jahresende sollte die Inflation trotz eines Wegfalls des Basiseffektes bei Energiepreisen bei immerhin noch 1,3 % liegen. Dennoch bleibt der Renditenanstieg immer noch gedämpft. Das hat unter anderem mit der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) zu tun, die voraussichtlich bis zum Jahresende ihr Anleiheankaufprogramm fortsetzen wird. Außerdem dürfte die US-Notenbank nur vorsichtig an der Zins-schraube drehen. Und schließlich gibt es immer noch einige Unsicherheitsfaktoren, die bei Investoren noch zu Zurückhaltung führen. Dazu gehört die Unterhauswahl in Großbritannien am 8. Juni, die Parlamentswahlen in Frankreich, die mögliche Parlamentswahl in Italien sowie internationale Konflikte wie etwa die Spannungen in Nordkorea. Vor diesem Hintergrund erwarten wir einen Anstieg der zehnjährigen Bund-Rendite auf 60 Basispunkte per Jahresende. Die EZB dürfte an der Zinsfront die Füße bis zum ersten Halbjahr 2018 still halten, um dann zunächst den Einlagenzins allmählich anzuheben, bevor Ende 2018 auch der Leitzins angehoben wird.

## Konjunkturentwicklung der Eurozone

Der Wachstumskurs der europäischen Wirtschaft blieb auch mit dem Start in das zweite Quartal 2017 intakt. Die Einzelhandelsumsätze für den Februar und März (1,8 % bzw. 2,3 % YoY) geben eine erfreuliche Konsumlaune wieder und übertrafen die Einschätzungen der Analysten zum Teil deutlich. Dies signalisieren ebenfalls die Einkaufsmangerindizes. Sowohl der PMI für das verarbeitende Gewerbe (56,7), als auch der PMI für den Dienstleistungssektor (56,4) und der breiter gefasste Composite PMI (56,8) für die Eurozone lagen zum April weit über ihrer Expansionsmarke von 50. Konjunkturelle Stärke wird auch von den Indikatoren

## Konjunkturprognose Eurozone

	16e	17e	18e	Q4 16e	Q1 17e	Q2 17e	Q3 17e	Q4 17e	Q1 18e
<b>BIP</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>
Privater Verbrauch	1,9	1,8	1,9	0,5	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5
Investitionen	3,5	4,1	4,6	3,3	0,6	0,8	1,3	1,0	1,0
Staatsverbrauch	1,8	1,7	1,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
Exporte	2,9	3,3	3,1	1,8	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
Importe	4,0	4,6	4,3	3,9	0,4	0,7	0,9	0,9	0,75
Preise* (CPI)	1,1	1,3	1,6	1,1	1,5	1,5	1,7	1,3	1,4

In %, J/J bzw. Q/Q; e = erwartet

\* J/J Periodenendstand

Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

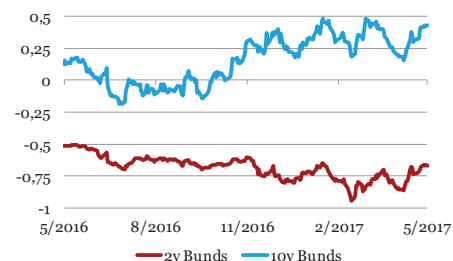
**Hinweis:** Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung.

für die europäische Industrie wiedergegeben. Das Vertrauen der europäischen Unternehmer in eine nachhaltige Konjunkturentwicklung ist gemessen am Vertrauensindex der EU-Kommission ungebremsst hoch (2,6 Indexpunkte). Auch die Produktions- und Handelsdaten stützen diese Erkenntnisse.

Dr. Cyrus de la Rubia  
Telefon: +49 40-3333-15260

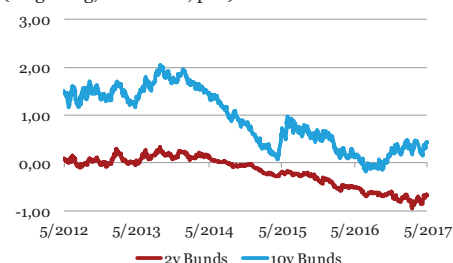
## Renditeentwicklung

(kurzfristig, in Prozent, p.a.)



## Renditeentwicklung

(langfristig, in Prozent, p.a.)



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

## Berichtszeitraum

Kurzfristig: Beginn 12.05.2016, Ende 12.05.2017

Langfristig: Beginn 12.05.2012, Ende 12.05.2017

Nach einem verhaltenen Februar (1,2 %) sollte die europäische Industrieproduktion für den März nach Analystenkonsens wieder deutlich anziehen (2,3 %). Dazu passte auch der Anstieg des Handelsbilanzüberschusses von 15,7 Mrd. Euro im Januar auf 19,2 Mrd. Euro im Februar. Die Handelsaktivitäten der Eurozone trug somit wesentlich zum insgesamt erfreulichen Wirtschaftswachstum im ersten Quartal bei. Mit 1,7 % YoY legte man einen starken Jahresauftakt hin. Durch Abnahme der politischen Risiken in der Eurozone und die den Währungsraum stabilisierenden Wahlausgänge in den Niederlanden und in Frankreich könnte das Vertrauen der Unternehmer und Konsumenten womöglich zusätzliche Belebung erfahren.

Die ordentliche Wachstumsdynamik hinterließ konsequenterweise auch ihre Spuren in der Teuerung. Die CPI-Inflation der Eurozone zog im April mit 1,9 % YoY spürbar an und näherte sich der EZB-Zielmarke. Für eine nachhaltige Belebung der Inflation sprechen auch die Erzeugerpreise, die mit 3,9 % YoY im März auf einem hohen Niveau expandierten, und den Aufwärtstrend in der Preisentwicklung unterstützen sollten. Wie antwortet die EZB auf die Preisdynamik?

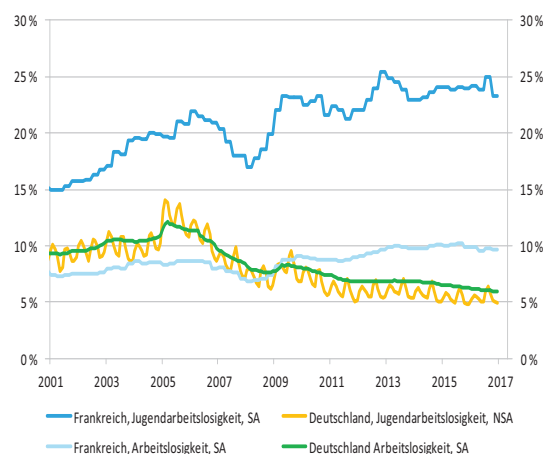
### Geldpolitik und Zinsen: Draghi lässt sich Zeit

Trotz der stabilen Konjunktur- und Inflationsentwicklung nahm die EZB bei ihrer Sitzung am 27.04. von geldpolitischen Änderungen Abstand und ließ den Einlagenzinssatz unverändert bei -0,4 %. Der wirtschaftliche Aufwärtstrend müsse sich noch nachhaltig festigen und die Dynamik der Preisentwicklung in den Folgeperioden bestätigen. Dabei betonte die EZB der Kerninflation eine besondere Beachtung zu schenken. Für den April lag die vorläufige Kernrate der Inflation bei 1,2 %. Bestätigt sich diese Dynamik bei der Veröffentlichung der endgültigen Daten am 17.05., würde die Kerninflation zum ersten Mal seit 2013 wieder auf diesem Niveau liegen.

Für die EZB und Präsident Draghi scheint dennoch der Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik immer noch zu früh zu kommen. Anlässlich der Anhörung des EZB-Präsidenten vor dem niederländischen Parlament am 10.05. nahm der Itali-

### Frankreich hat Aufholpotenzial

Die Wirtschaft Frankreichs hat in den vergangenen Jahren den Anschluss verloren. Früher noch wirtschaftlich auf Augenhöhe mit Deutschland, bestimmt seit einigen Jahren eine hohe Jugendarbeitslosenquote den Arbeitsmarkt. Während in Deutschland bei den unter 25jährigen jeder Zwanzigste arbeitssuchend ist, befindet sich in Frankreich jeder Fünfte auf der Suche nach einem Arbeitsplatz. Doch das ist kein neues Problem wie die Grafik rechts darstellt: Während die gesamte Arbeitslosenquote unter 10 % liegt (Deutschland: 5,8 %) befindet sich die Jugendarbeitslosigkeit seit Jahren auf einem ausgesprochen hohen Niveau. Es benötigt Reformen, die den unflexiblen Arbeitsmarkt liberalisieren und umstrukturieren. Der neue Präsident Emmanuel Macron kündigte bereits erste Schritte an, um die Berufsauss- und Weiterbildung junger Franzosen zielgerichteter zu verbessern und somit deren Chancen auf dem Arbeitsmarkt zu erhöhen. Das Ziel lautet eine Reduktion der Arbeitslosenquote auf insgesamt 7 %.



Abgesehen vom verkrusteten Arbeitsmarkt steht die französische Wirtschaft momentan gut dar. Der IWF rechnet für das Jahr 2018 mit einem Wachstum von 1,7 %, ein höheres als für Deutschland (1,5 %). Die PMI für das Verarbeitende Gewerbe (55,1) und den Dienstleistungssektor (56,7) unterstreichen die guten Aussichten für die französische Wirtschaft.

ener zur Geldpolitik Stellung und betonte ausdrücklich, dass der Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik nur bei nachhaltigem wirtschaftlichem Erfolg möglich sei.

### Zinsprognose Eurozone

	12.5.2017	Jun-17	Sep-17	Dec-17	Mar-18	Jun-18
EZB-Leitzins	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Einlagezinssatz	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,30
3-M-Euribor	-0,33	-0,35	-0,30	-0,30	-0,25	-0,20
2j. Bunds	-0,67	-0,80	-0,75	-0,60	-0,40	-0,20
5j. Bunds	-0,31	-0,50	-0,45	-0,30	-0,15	0,05
10j. Bunds	0,42	0,40	0,50	0,60	0,70	0,80
2j. Swaps	-0,14	-0,05	-0,05	0,05	0,20	0,40
5j. Swaps	0,22	0,15	0,15	0,25	0,35	0,55
10j. Swaps	0,82	0,85	0,90	1,00	1,10	1,20

Periodenendstände, in Prozent, p.a.

Quelle: HSH Nordbank

**Anmerkung:** Die Prognosen der HSH Nordbank werden monatlich überprüft und gegebenenfalls angepasst. Aus Sicht eines Euro-Investors können die Renditen ausländischer Anleihen wie US-Staatsanleihen infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

**Hinweis:** Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Dabei mehren sich die Stimmen, besonders aus den nördlichen Euroländern, die sich für einen Rückkehr zur geldpolitischen Normalität stark machen. Dennoch ist nicht davon auszugehen, dass die EZB mit der Reduktion ihrer aktuell 1,8 Billionen Euro schweren Bilanz in diesem Jahr beginnt. Wir gehen davon aus, dass die EZB das Tapering Anfang 2018 beginnen wird. Die Bilanzsumme der Notenbank wird sich bis dahin auf rund 2,3 Billionen Euro belaufen.

### Einordnung der Frankreichwahl

Emmanuel Macron setzte sich mit 66,1 % der Stimmen gegen seine Kontrahentin Marine le Pen durch und ist der 8. Präsident Frankreichs. Doch nach der Wahl ist vor der Wahl, denn am 11. Juni beginnt der erste Wahlgang des französischen Parlaments und der neue Präsident kann sich nicht auf eine Mehrheitsregierung verlassen. Ersten Prognosen zufolge liegt En Marche bei 35 %– 56 % der 577 Sitze – wenig überzeugend. Macron hat seine Wirtschaftsreformen bereits vorgestellt: Es soll eine breitgefächerte Liberalisierung des französischen Marktes mit einer Senkung der Unternehmenssteuer von 33 % auf 25 %, sowie eine Reduktion der Staatsquote geben. Diese liegt momentan bei 56 % und soll durch Stellenstreichungen im öffentlichen Dienst reduziert werden.

### Tapering wirft Schatten voraus

Die Renditen für zehnjährige Bundesanleihen notieren mit derzeitigen 0,44 % immer noch auf Krisenniveau. Während des politisch spannungsgeladenen Monats April mit den Wahlen in Frankreich sanken die deutschen Staatsanleihen sogar auf unter 0,30 %. Investoren und Marktteilnehmer setzten in dieser Zeit verstärkt auf sichere Assets. Erst mit dem markt- und europafreundlichen Wahlausgang in Frankreich stiegen die Renditen für Bundesanleihen. Nichtsdestotrotz erscheint ein schneller Ausbruch nach oben unwahrscheinlich. Bis zum Jahresende sollten die Bunds bei 0,60 % rentieren und dürften mit Beginn des EZB-Taperings weiter moderat steigen.

Die Beendigung des Anleihekaufprogramms durch die EZB wird sich zum dominierenden Markt ereignis entwickeln. Bleiben die monatlichen Ankäufe von 60 Mrd. Euro durch die EZB aus, dürfte dies besonders für die Euro-Peripherie eine Herausforderung sein. Bleibt die wirtschaftliche Entwicklung dort intakt, kann die EZB das Anleihekaufprogramm sukzessive zurückfahren. Dies gilt besonders für das kriselnde Italien, wo zudem eine Parlamentswahl mit ungewissem Ausgang womöglich noch in diesem Jahr bevorsteht. In jedem Fall werden Europas Währungshüter mit enormer Vorsicht diese Aufgabe angehen.



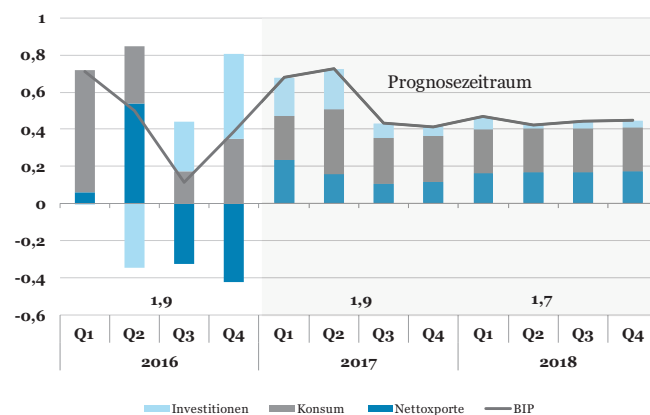
# Deutschland: Konjunkturprognose

Die deutsche Volkswirtschaft dürfte im vergangenen Jahr mit einer Rate von 1,9 % gewachsen sein. Für dieses Jahr haben wir unsere Prognose von 1,6 % auf 1,9 % nach oben korrigiert (arbeitsstagebereinigt: 2,1 %). Dafür spricht unter anderem das bereits starke Wachstum im ersten Quartal, das sich aufgrund der deutlich gesunkenen politischen Risiken in der Eurozone im Jahresverlauf noch beschleunigen könnte. Weltweit dürften die Risiken (Protektionismus initiiert durch die Trump-Administration, Brexit etc.) jedoch weiterhin hoch bleiben.

## Die deutsche Wirtschaft startet stark ins Jahr

Das deutsche Bruttoinlandsprodukt ist im ersten Quartal mit 0,6 % QoQ gewachsen. Damit startet die deutsche Wirtschaft nach dem überraschend starken vierten Quartal 2016 (0,4 % QoQ) mit einem kräftigen Wachstum in das Jahr 2017 und reiht sich in die Serie guter Zahlen in der Eurozone, die im ersten Quartal mit 0,5 % QoQ gewachsen war, ein. Die gute Verfassung der deutschen Wirtschaft wird durch zahlreiche andere Indikatoren unterstrichen: So erreicht der Einkaufsmanagerindex in der Industrie einen Wert von 58,2 Punkten. Im ersten Quartal ist der Index damit auf den höchsten Stand seit dem Boomjahr 2011 gestiegen. Damit in Einklang steht das Ifo-Geschäftsklima, das mit 112,9 Punkten ebenfalls auf dem höchsten Niveau seit 2011 liegt. Etwas verhaltener ist die Erwartungskomponente mit 105,2 Punkten. Dies dürfte die Ausführungen des statistischen Bundesamtes bestätigen, dass die Ausrüstungsinvestitionen einen relevanten Beitrag zum Wachstum im ersten Quartal geleistet haben, aber noch vergleichsweise weit von einem Boom entfernt sind. Wir erwarten ferner, dass der Außenhandel wieder einen positiven Beitrag zum Wachstum leisten dürfte und der Konsum ähnlich robust bleibt wie zuletzt. Dafür sprechen der anhaltend positive Beschäftigungstrend und das robuste Konsumklima.

## Wachstumsbeiträge der Komponenten und BIP-Wachstum

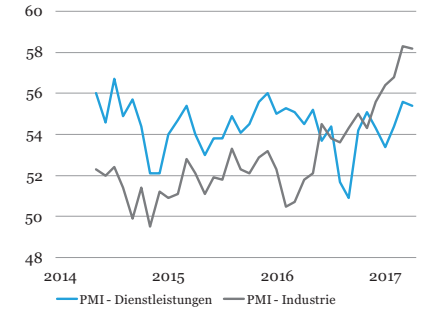


Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

Für das laufende zweite Quartal erwarten wir noch mal ein etwas kräftigeres Wachstum von knapp 0,7 %. Für das gesamte Jahr 2017 rechnen wir mit einem Wachstum von 1,9 %. Der Grund dafür, dass sich das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte nicht noch weiter beschleunigt ist aus unserer Sicht die weiterhin leicht angezogene Handbremse bei der Investitionstätigkeit. Vor allem die unsichere weltpolitische Lage macht den exportorientierten deutschen Unternehmen zu schaffen. Im Jahr 2018 dürfte die deutsche Wirtschaft dann zu seinem etwas moderateren Wachstumstrend um die 1,8 % zurückkehren.

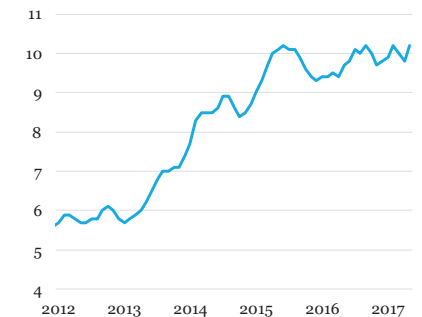
Patrick Harms  
Telefon: +49 40-3333-15207

## PMI – Industrie / Dienstleistungen



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

## GfK Konsumklimaindex



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

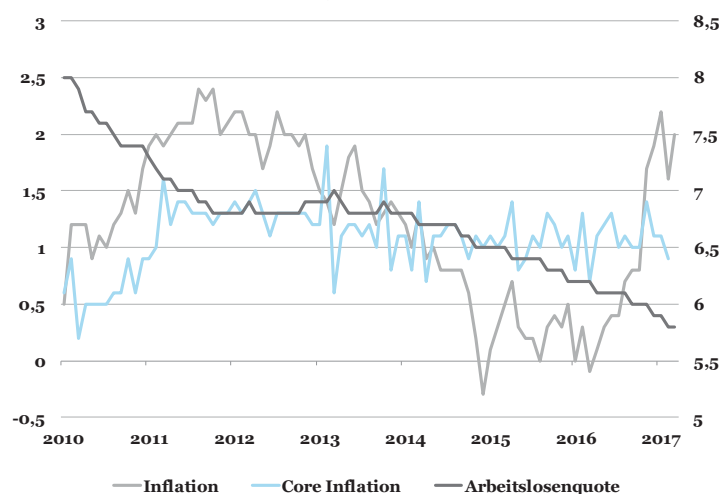
## Berichtszeitraum

Kurzfristig: Beginn: 01.01.2014, Ende: 12.05.2017  
Langfristig: Beginn: 01.01.2012, Ende: 12.05.2017

## Arbeitslosigkeit und Inflation: Kein Grund zur Sorge

In den Monaten März und April ist die Inflationsrate in Deutschland wieder zur Marke von 2,0 % zurückgekehrt. Der seit Ende des Jahres anhaltende Aufwärtstrend – der vor allem Ausdruck eines Basiseffekts beim Ölpreis gewesen ist – bei der Inflationsentwicklung ist damit gestoppt. Somit dürften die Rufe aus Deutschland nach einer restriktiveren Geldpolitik der EZB auch wieder leiser werden; schließlich verbleibt die mittelfristig aussagekräftigere Kerninflation in Deutschland sogar unter 1 %, wovon sie sich auch seit etwa 2014 nicht mehr wegbewegt hat. Gleichzeitig ging der positive Trend am Arbeitsmarkt weiter. Die Arbeitslosenquote lag im April bei 5,8 %. Dass der mittlerweile deutliche Rückgang bei der Arbeitslosigkeit keine Effekte auf die Preisdynamik zu haben scheint, ist für die deutsche Wirtschaft zwar ein gutes Zeichen, könnte sich aber als schlechte Nachricht für die Geldpolitiker herausstellen. Sollte das Beispiel Deutschlands repräsentativ für die Eurozone sein, könnte die Währungsunion in eine Phase hohen Wachstums und sinkender Arbeitslosigkeit ohne Preisanstiege geraten. Da die EZB aber ausschließlich dem Ziel der Preisstabilität verpflichtet ist, könnte sich in einem solchen Szenario der Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik noch einmal verzögern.

### Inflation und Arbeitslosigkeit Deutschland



Quellen: HSH Nordbank Volkswirtschaft, Bloomberg

Mit dem Wahlsieg Macrons in Frankreich ist das zweite große politische Risiko aus dem Weg geräumt. Vor allem aufgrund der abnehmenden politischen Risiken haben wir unsere Prognose nach oben korrigiert. Die Geldpolitik dürfte für Deutschland weiterhin expansiv ausgerichtet bleiben, was der Kreditvergabe, den Investitionen und den Exporten hilft. Größere Risiken lauern dagegen weiterhin bei Konfrontation der Europäischen Union mit den USA (in Sachen Protektionismus) oder Großbritannien (in Sachen Brexit).

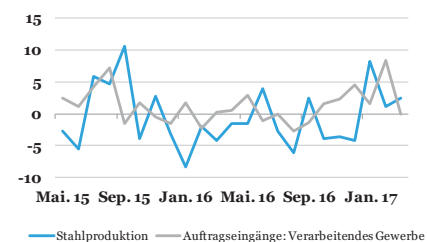
### Konjunkturprognose Deutschland

			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
	16	17 e	17 e	17 e	17 e	17 e	18 e	18 e
Privater Verbrauch	1,8	1,1	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Staatsverbrauch	4,0	2,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6
Investitionen	1,6	0,9	1,1	1,1	0,4	0,3	0,4	0,4
Exporte	2,4	1,7	0,5	0,5	1,3	1,3	1,3	1,3
Importe	3,6	1,9	-0,4	0,5	1,4	1,4	1,1	1,1
BIP	1,9	1,6	0,6	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3
Preise* (HVPI)	0,5	1,8	0,5	2,2	1,6	1,3	1,2	1,2

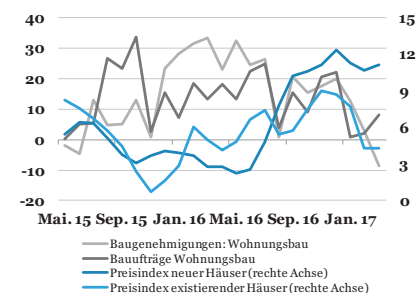
in Prozent, Werte arbeitstagebereinigt yoy bzw. qoq; e = erwartet; \* y/y Periodenendstand  
Hinweis: Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Quelle: HSH Nordbank Volkswirtschaft

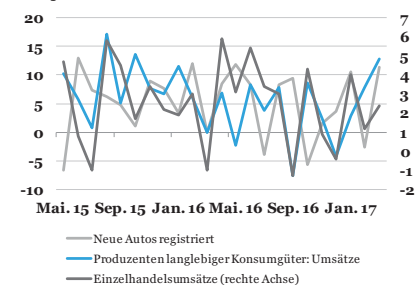
### Stahlproduktion und Auftragseingänge in der Industrie



### Bauwirtschaft



### Konjunkturindikatoren Deutschland



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

Anmerkung: Sämtliche Indikatoren beziehen sich auf Deutschland

### Berichtszeitraum

Beginn: 01.05.2015, Ende: 12.05.2017

# Vereinigte Staaten: Konjunktur- und Zinsprognose

Das schwache erste Quartal hat Fragezeichen in Bezug auf die Nachhaltigkeit des Aufschwungs in den USA aufgeworfen. Allerdings sprechen viele Anzeichen dafür, dass es sich um einen Ausreißer handelt und die Basis für ein relativ robustes Wachstum gut bleibt. Der moderate Anstieg der Inflation passt zu dieser Entwicklung. Wir erwarten in diesem Jahr ein Wirtschaftswachstum von 2,3 % und eine Inflation von 2,7 %. Im kommenden Jahr sollte die Dynamik kaum verändert sein. Politisch hat sich die Lage in den USA etwas beruhigt, nachdem immer klarer wird, dass unter Trump vermutlich keine disruptiven wirtschaftspolitischen Maßnahmen ergriffen werden. Allerdings ist gleichzeitig auch Ernüchterung eingekehrt: Die Hoffnung, Trump könne ein umfassendes Infrastrukturausgabenprogramm oder radikale Steuersenkungen für den Unternehmenssektor durchsetzen, werden mittlerweile wesentlich skeptischer beurteilt als vor einigen Monaten. Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen dürfte die US-Notenbank noch zwei Mal in diesem Jahr an der Zinsschraube drehen, so dass der Leitzins per Ende 2017 in der Bandbreite zwischen 1,25 bis 1,50 % liegen sollte. Beim Bestand der Anleihen, die sich auf der Bilanz der Fed befinden, ist ein Politikwechsel zu erwarten. Hier werden vermutlich im kommenden Jahr erste Schritte zum vorsichtigen Abbau der Bilanzsumme kommen. Diese Schritte dürften aber so vorsichtig ausfallen, dass sich der Anstieg der langfristigen Renditen in engen Grenzen halten sollte. Die langfristigen Renditen der Treasury-Bonds sollten von derzeit 2,38 % auf 2,85 % im Dezember 2017 und auf 3,0 % Mitte 2018 steigen.

## Konjunktur: Stagnierender Konsum dämpft Wachstum im ersten Quartal.

Eigentlich läuft die Konjunktur in den USA relativ rund. Die Daten vom ersten Quartal passen aber nicht ganz in dieses Bild. So ist das BIP im ersten Quartal gemäß der vorläufigen Schätzung das BIP lediglich um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal expandiert (annualisiert).

## US Konjunkturprognose

	16 e	17 e	18 e	Q4 16 e	Q1 17 e	Q2 17 e	Q3 17 e	Q4 17 e	Q1 18 e
<b>BIP</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>0,7</b>	<b>3,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>1,9</b>
Privater Verbrauch	2,7	2,4	2,3	3,5	0,3	2,9	2,5	2,5	2,3
Investitionen**	0,7	4,0	2,1	2,9	10,4	2,2	3,0	3,0	1,7
Staatsverbrauch	0,8	0,7	3,1	0,2	-1,7	2,5	3,7	3,7	2,9
Exporte	0,4	3,1	2,2	-4,5	5,8	3,0	4,0	3,0	1,5
Importe	1,1	4,3	2,1	8,9	4,1	4,0	4,0	2,0	1,5
Inflation (PCE Kernrate)*	1,7	1,7	2,2	1,7	1,6	1,6	1,6	1,7	2,0

In %, QoQ, annualisiert; e = erwartet  
\*YoY Periodenendstand, \*\* ohne Lagerhaltungskomponente  
Quelle: HSH Nordbank

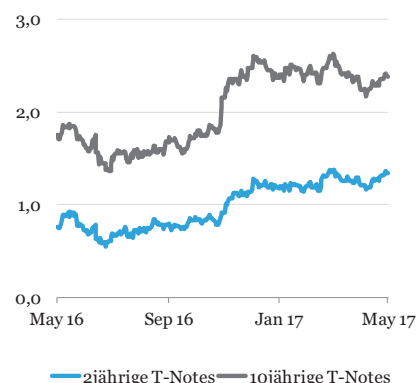
**Hinweis:** Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung.

Der wichtigste Bremsen war der private Konsum. So sind die Einzelhandelsumsätze im Februar und März nominal zurückgegangen, was unter anderem einem schwachen Absatz von Autos zu verdanken war. Investitionen und die Exporte haben sich hingegen sehr erfreulich entwickelt. Insbesondere die letzteren, die um 5,8 % höher lagen als im Vorquartal, profitieren von einer allgemeinen Erholung der Weltwirtschaft. Investitionen ohne Wohnungsbau und ohne Lagerhaltung haben um satte 9,4 % zugelegt. Ein deutlicher Rückgang der Staatsausgaben und ein kräftig reduzierter Aufbau der Lagerbestände waren die anderen Faktoren, die zu dem niedrigen Wachstum im ersten Quartal beigetragen haben. Allerdings ändert dies wenig an unserer grundsätzlich positiven Einschätzung der US-Konjunktur. So sind kräftig steigende Exporte und Investitionen ein Zeichen ei-

Dr. Cyrus de la Rubia  
Telefon: +49 40-3333-15260

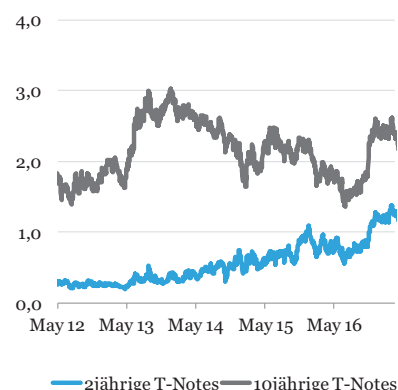
## Renditeentwicklung

(kurzfristig, in Prozent, p.a.)



## Renditeentwicklung

(langfristig, in Prozent, p.a.)



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

**Anmerkung:** Aus Sicht eines Euro-Investors können die Renditen ausländischer Anleihen wie US-Staatsanleihen infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

## Berichtszeitraum

Kurzfristig: Beginn 12.05.2016, Ende 12.05.2017  
Langfristig: Beginn 12.05.2012, Ende 12.05.2017

nes breit angelegten Aufschwungs. Die fehlende Unterstützung von Seiten des amerikanischen Konsumenten ist vermutlich nur temporär, denn der Konsumentenvertrauensindex der Universität Michigan lag über die letzten Monaten durchgehend auf einem relativ hohen Niveau und ist zuletzt im April wieder gestiegen. Außerdem ist die Beschäftigung im April um über 200.000 Personen gestiegen, was die Verlangsamung beim Beschäftigungsaufbau im März weniger Gewicht gibt. Weiter ist der ISM-Geschäftsklimaindex für den Dienstleistungssektor im April von einem hohen Niveau aus gestiegen, was ebenfalls für eine Belebung des Binnenmarktes spricht.

### **Geldpolitik und langfristige Renditen: Es geht weiter mit vorsichtigen Trippelschritten**

Die US-Notenbank hat im März den Leitzins das dritte Mal seit Dezember 2015 angehoben. Er befindet sich jetzt in einer Bandbreite zwischen 0,75 bis 1,00 %. Die Frage ist jetzt, ob die Fed in diesem Jahr zwei oder drei Mal noch tätig wird. Außerdem wird seit einigen Monaten diskutiert, wann und wie man die Bilanzsumme der Fed in Höhe von rund 4.500 Mrd. US-Dollar allmählich wieder normalisiert. Vor der Krise von 2007/2008 lag die Bilanzsumme der Fed bei etwa 900 Mrd. US-Dollar.

#### **Kasten: 100 Tage Trump - Wie disruptiv kann der Präsident noch werden?**

US-Präsident Donald Trump ist mittlerweile 100 Tage im Amt. Die Einschätzungen der Investoren in Bezug auf das, was wirtschaftspolitisch von Trump zu erwarten ist, reich(t)en von „disruptiv, katastrophal“ bis „wachstumsstimulierend, großartig“. Angst hatten viele Marktteilnehmer vor einem Bruch mit den Grundkoordinaten der amerikanischen Außen- und Handelspolitik. Hoffnung wurde wiederum verbunden mit der Aussicht auf ein massives Infrastrukturprogramm und kräftige Steuersenkungen. Mittlerweile ist eine gewisse Ernüchterung eingetreten. Der Ausstieg aus der NATO ist abgesagt, WTO-Mitglied will man offensichtlich ebenfalls weiterhin bleiben und aus der Androhung hoher Zollsätze gegenüber Ländern wie China und Mexiko sind güterspezifische Strafzölle geworden, die grundsätzlich nichts Unbekanntes sind und keinen umfassenden Schaden anrichten sollten. Allerdings ist auf der anderen Seite das im Wahlkampf auf 1.000 Mrd. US-Dollar bezifferte Infrastrukturprogramm in den letzten Monaten nicht mehr thematisiert worden – sieht man von dem Dekret zum Mauerbau an der mexikanischen Grenze ab, dessen Finanzierung im Übrigen noch nicht dem Kongress zur Abstimmung vorgelegt wurde. Eine Senkung der Unternehmenssteuer von derzeit 39 % auf 15 % wurde erst jüngst propagiert, dürfte aber in der derzeitigen Form aufgrund fehlender Gegenfinanzierung am Widerstand einiger republikanischer Falken scheitern.

Im Ergebnis hat man offensichtlich einen Präsidenten, der bislang keinen größeren Schaden angerichtet hat, auf der anderen Seite aber auch als schwacher Präsident wahrgenommen wird. Dies könnte sich in der Außenpolitik als Risikofaktor erweisen (Stichwort: Nordkorea) und die gegenwärtige Unsicherheit auf einem erhöhten Niveau lassen. Während die Aktienmärkte diesen Aspekt zu ignorieren scheinen und von einem Rekord zum nächsten eilen, sind nur wenige Investoren bereit, sich aus Treasury-Titeln umfassend zu verabschieden. Eine gewisse Absicherung gegen Krisen will man offensichtlich immer noch haben, trotz der niedrigen Rendite. Diese Grundangst dürfte uns bis auf Weiteres erhalten bleiben und mit zu dem gedämpften Zinsanstieg beitragen (mehr dazu weiter unten).

Die Fed achtet bei ihren Entscheidungen vor allem auf die Konjunktur- und die Inflationsentwicklung. An dieser Front sieht es erfreulich aus, wie oben erläutert wurde. Die Wirtschaftspolitik wird von den Währungshütern ebenfalls ins Kalkül mit einbezogen. Wird ein Konjunkturprogramm erwartet, hat dies unmittelbar Bedeutung für den Inflationsausblick. Politische Unsicherheit ist ebenfalls ein Einflussfaktor. Die Unsicherheit nimmt tendenziell ab, während der Handlungsbedarf aufgrund eines vermeintlichen und inflationstreibenden Konjunkturprogramms geringer wird, weil Trump ein solches vermutlich nicht in einem nennenswerten Umfang wird durchsetzen können. Wichtig ist für die Fed schließlich, wie locker die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen sind und wie groß die Risikoaversion ist. Hohe Aktienkursniveaus und –steigerungen sprechen für günstige Finanzierungsbedingungen sowie eine zunehmende Risikofreude. Die Fed könnte an diesem Kriterium ebenfalls einen Haken machen. Allerdings kann die Stimmung hier stets rasch kippen, aus kaum beeinflussbaren Gründen – etwa einem Wachstumseinbruch in China oder einer Zuspitzung des Nordkorea-Konfliktes – oder aber durch eine unerwartete, zu kräftige oder schlecht kommu-

nizierte geldpolitische Maßnahme. Für die Fed ist es so ähnlich wie als wenn sie bei einem in luftige Höhen getriebenen Heißluftballon die Flamme allmählich herunterdrehen muss, um den Ballon zu landen. Dreht sie die Flamme zu stark ab, kann es zu einem Absturz kommen. Ein starker Sturm kann ebenfalls einen Unfall auslösen.

Im Ergebnis wird die US-Notenbank vermutlich im Juni auf der Basis der guten Arbeitsmarktzahlen und des Anstiegs der Inflation den Leitzins auf die Bandbreite von 1,00 bis 1,25 % anheben. Frau Yellen dürfte in ihrer vorsichtigen Art im dritten Quartal eine Pause einlegen und dann im Dezember das dritte Mal in diesem Jahr den Leitzins anheben. Für das kommende Jahr erwarten wir weitere drei Zinsschritte.

Die langfristigen Renditen werden sich voraussichtlich nicht wesentlich dynamischer entwickeln. Der so genannte Reflation Trade (Investoren antizipierten nach der Wahl Trumps eine Wiederkehr der Inflation und setzten daher auf steigende Renditen) scheint zum Erliegen gekommen zu sein. Dies hängt mit der oben thematisierten Ernüchterung über Trumps angekündigte konjunkturstimulierende Maßnahmen zusammen. Gleichzeitig gibt es auch geopolitische Themen wie der Nordkorea-Konflikt, die für eine stetige Nachfrage nach Treasuries sorgen werden, so dass der Renditeauftrieb begrenzt ausfallen dürfte.

## US Zinsprognose

	12.5.2017	Jun-17	Sep-17	Dec-17	Mar-18	Jun-18
Fed funds	0,75 - 1	1,00 - 1,25	1,00 - 1,25	1,25 - 1,50	1,50 - 1,75	1,75 - 2,00
3-M USD Libor	1,18	1,35	1,40	1,65	1,90	2,15
2j. T-Notes	1,33	1,50	1,60	1,75	2,10	2,35
5j-T-Notes	1,91	2,10	2,25	2,40	2,55	2,75
10j. T-Notes	2,38	2,50	2,70	2,85	2,95	3,05
2j. Swaps	1,58	1,75	1,85	1,95	2,25	2,50
5j. Swaps	1,97	2,10	2,30	2,45	2,60	2,80
10j. Swaps	2,31	2,45	2,70	2,95	3,05	3,15

Periodenendstände, in Prozent, p.a.

Quelle: HSH Nordbank

**Anmerkung:** Die Prognosen der HSH Nordbank werden monatlich überprüft und gegebenenfalls angepasst. Aus Sicht eines Euro-Investors können die Renditen ausländischer Anleihen wie US-Staatsanleihen infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

**Hinweis:** Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

In gewisser Weise macht die geopolitisch unsichere Lage der Fed die Aufgabe etwas leichter, mit der Normalisierung der Bilanzsumme zu beginnen. Die Bilanzsumme liegt derzeit bei 4.500 Mrd. Euro, das Fünffache des Volumens von vor der Krise. Seit Januar 2015 hält die Fed die Bilanzsumme konstant. Das tut sie, indem die Rückflüsse aus fälligen Anleihen wieder reinvestiert werden. Jetzt hat sie angefangen über das wann und das wie einer Reduktion der Bilanzsumme zu diskutieren. Theoretisch könnte sie einfach auf die Reinvestition der fälligen Anleihen verzichten. Diesen Weg wird die Fed aber vermutlich nicht gehen, weil es gewisse Fälligkeitskonzentrationen gibt, wodurch in einigen Monaten besonders viel Liquidität aus dem Markt gezogen werden dürfte. Man könnte stattdessen kommunizieren, dass pro Monat die Bilanzsumme um einen bestimmten Betrag gesenkt werden soll. Je nach den anstehenden Fälligkeiten wird dann die Refinanzierungsquote angepasst. Wir rechnen damit, dass die Fed spätestens Ende des Jahres ihre Pläne zur Normalisierung der Bilanzsumme vorstellen wird. Für die Rentenmärkte bedeutet dies grundsätzlich, dass der Bondmarkt weniger Unterstützung erhält, was zu einem Anstieg der Renditen führen sollte. Abgesehen davon, dass die Fed auch an dieser Stelle mit einer sehr vorsichtigen Gangart starten dürfte, sollte der Renditeanstieg auch wegen der geopolitischen Unsicherheiten begrenzt ausfallen.

## China: Normalisierung des Wachstums

Die anhaltenden hohen Infrastrukturinvestitionen, die hohe Nachfrage nach chinesischen Gütern und die expansive Kreditvergabe der chinesischen Banken haben der chinesischen Wirtschaft einen soliden Jahresauftakt beschert. Das Wirtschaftswachstum für das erste Quartal 2017 übertraf mit 6,9 % die Erwartungen um 0,1 Prozentpunkte. Das von der Zentralregierung in Peking vorgegebene Wachstumsziel von rund 6,5 % für das Jahr 2017 ist somit in Reichweite. Zeit für eine Verschnaufpause. Die jüngsten Konjunktur- und Inflationsdaten signalisieren nach einer dynamischen Wirtschaftsentwicklung im März eine Normalisierung der wirtschaftlichen Aktivität. Diese Entwicklung wird von vielen Bereichen widerspiegelt. Industrie, Inflation oder der Immobiliensektor expandierten im April weniger dynamisch. Mit den entsprechenden wirtschafts- und geldpolitischen Maßnahmen kann diese Dynamik rechtzeitig zum Nationalen Volkskongress im Herbst jedoch wieder entfacht werden.

### PMI-Geschäftsklimaindizes signalisieren leichte Abkühlung

Nach dem Neujahresfest und den damit verbundenen schwächeren wirtschaftlichen Aktivität nahm die chinesische Industrie im März kräftig an Fahrt auf. Dieses Tempo konnte im Folgemonat zunächst nicht gehalten werden. Sowohl die vom statistischen Amt erhobenen PMI-Geschäftsklimaindizes, als auch die privaten Caixin PMIs gingen im April zurück und signalisieren eine Abschwächung der konjunkturellen Entwicklung. Der staatliche PMI des Verarbeitenden Gewerbes ging um 0,6 Indexpunkte auf 51,2 zurück und verfehlte den Analystenkonsens von 51,6 deutlich. Auch für den Dienstleistungssektor ist ein Rückgang zu beobachten (von 55,1 auf 54,0). Zudem lassen die privaten PMIs einen langsameren Start in das zweite Quartal vermuten. Die Indizes für das Verarbeitende Gewerbe und für den Dienstleistungssektor entwickelten sich ebenso rückläufig. Besonders der für den Dienstleistungsbereich erhobene Caixin Services PMI ging stark zurück (52,6 auf 51,5). Nach dem starken Anstieg der PMIs im März wird im April womöglich eine Normalisierung der wirtschaftlichen Aktivität in den beobachtenden Sektoren wiedergegeben. Die Veröffentlichung des Wachstums der chinesischen Industrieproduktion am 15. Mai wird genaueren Aufschluss geben, inwieweit die PMIs nur eine vorübergehende Abkühlung wiedergeben.

### Chinas Zentralbank hält sich zurück

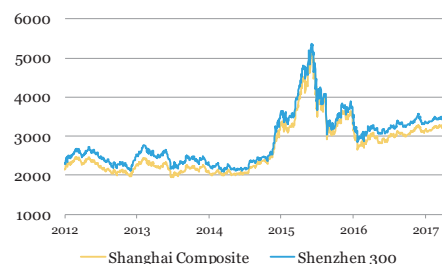
Auf geldpolitischer Seite ist eine gewisse Zurückhaltung zu spüren. Die Wachstumsgeschwindigkeit der Geldmenge M2 ging von 11,1 % im Februar auf 10,6 % im März zurück. Auch die Neukreditvergabe deutet auf eine Verlangsamung hin. Brachten die chinesischen Banken im Februar noch neue Kredite in Höhe von 1.170 Mrd. Renminbi in den Geldkreislauf, ging das neue Kreditvolumen im März auf 1.020 Mrd. Renminbi zurück. Das Wachstum der neuen Kredite lag im März bei 12,4 % YoY (Februar: 13,0 %). Da die PBoC für das Jahr 2017 eine Wachstumsgeschwindigkeit von 12 % angesetzt hat (Vorjahr: 13 %), ist in den nächsten Monaten von einer Zunahme der geldpolitischen Aktivitäten auszugehen. Für die geldpolitische Mäßigung sprechen mittelfristig auch politische Gründe. Womöglich hält sich die PBoC im zweiten Quartal zurück und strebt für diesen Zeitraum ein Wachstum der Geld- und Kreditmenge unter, aber nahe im Bereich, ihrer Wachstumsziele an, um für das wichtige dritte Quartal zum Nationalen Volkskongress im Herbst die Zügel anzuziehen. Damit könnte auch zusätzliches Wirtschaftswachstum verbunden sein, das sich so in der Nähe der 6,9 % YoY im ersten Quartal 2017 einpendeln könnte.

### Weniger Dynamik im Handel

Saisonale Effekte und die Wiederaufnahme der Produktion nach dem chinesischen Neujahresfest ließen den Warenhandel Chinas mit seinen internationalen

Marius Schad  
Telefon: 040-3333-15205

### Shanghai Composite und Shenzhen 300



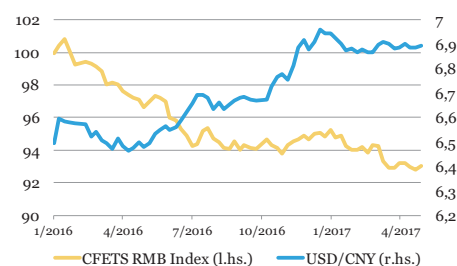
Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

### USD/CNY langfristig



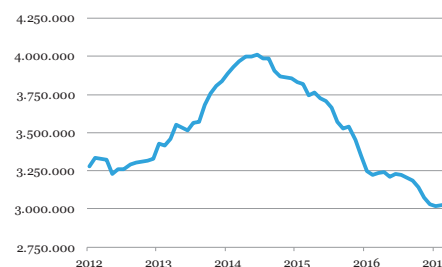
Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

### USD/CNY kurzfristig und Renminbi-Basket



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

### Währungsreserven (in Mil. US-Dollar)



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

### Berichtszeitraum

Kurzfristig: Beginn 01.01.2016, Ende 12.05.2017  
Langfristig: Beginn 01.01.2012, Ende 12.05.2017

Partnern im März überproportional anschwellen. Deshalb ist es wenig überraschend, dass die Expansion des Warenverkehrs im April weniger stark ausfiel. Die Exporte nahmen im letzten Monat um 8,0 % YoY zu (März: 11,3 % YoY). Das Importwachstum betrug im selben Zeitraum 11,9 % YoY (März: 18,0 % YoY), wobei sich vor allem die rückläufigen Rohstoffpreise und ein geringeres Importvolumen ausgewirkt hatten. Besonders das Importwachstum für Stahl (9,9 % YoY im April, vgl. März 11,2 % YoY) und Eisenerz (55,4 % YoY im April, vgl. März 101,1 % YoY) gingen spürbar zurück. Zudem ging das Exportwachstum Chinas mit seinen wichtigsten Handelspartner ebenfalls zurück. In Richtung USA lag das Wachstum im April nur bei 11,7 % (März: 19,7 %), die europäische Wirtschaft wurde im April mit einer geringeren Wachstumsgeschwindigkeit beliefert als noch im März (4,0 % vs. 16,6 %). Nur zu seinen asiatischen Partner (v.a. Japan) blieb das Exportwachstum intakt. Insgesamt befindet sich der Handelsbilanzüberschuss im April auf hohem Niveau (38,0 Mrd. US-Dollar), wird dabei vor allem durch die preis- und volumenmäßige Reduktion der Importe getragen. In Verbindung mit der geldpolitischen Drosselung durch die PBoC sind diese Entwicklungen als graduelle Normalisierung des chinesischen Warenverkehrs einzuordnen. Auf die chinesischen Wachstumsambitionen in der mittleren Frist signalisieren die Handelsdaten deshalb keine negativen Auswirkungen.

### **Währungsreserven, Wechselkurs und Kapitalflucht**

Die neuesten Zahlen zu den chinesischen Währungsreserven signalisieren auf den ersten Blick Stabilität. Im April erhöhten sich die Währungsreserven der PBoC leicht um 20 Mrd. US-Dollar auf einen Bestand von 3.030 Mrd. US-Dollar. Hierfür sind maßgeblich Bewertungseffekte verantwortlich. Lässt man die Aufwertung von Euro und britischem Pfund gegenüber dem US-Dollar im letzten Monat außen vor, ergeben sich keine wesentlichen Veränderungen in den Währungsreserven. Auch der Renminbi hat sich gegenüber dem US-Dollar stabilisiert. Gemessen am offiziellen Renminbi-Basket hat der US-Dollar seit Jahresbeginn um 2 % abgewertet. In Verbindung mit den Maßnahmen zur Eindämmung der Kapitalflucht (u.a. Höchstgrenzen für Investitionen im Ausland) hat die stabile Wertentwicklung des Renminbi seit Jahresbeginn die Kapitalflucht aus dem Reich der Mitte eingedämmt.

### **Inflation und Immobilienpreise**

Die konjunkturelle Stabilisierung Chinas im März hat sich auch auf die Inflationsentwicklung ausgewirkt. Die Inflation gemessen an Konsumentenpreisen lag im April bei 1,2 % YoY, während sich die Preisentwicklung der Erzeugerpreise auf 6,4 % YoY belief. Die moderate Inflation lässt Spielraum für geldpolitische Aktivitäten durch die PBoC. Angesichts der enormen Preisauftriebe am chinesischen Immobilienmarkt haben die chinesischen Stadt- und Provinzregierungen zuletzt ihre Regulierungsmaßnahmen intensiviert, um die Überhitzungstendenzen auf den Märkten für Häuser und Apartments einzudämmen. Dennoch ist die Preisentwicklung weiterhin dynamisch. Im März war in 62 von 70 im Immobilienindex der Nationalen Statistikbehörde untersuchten Städten eine Verteuerung im Immobiliensektor im Vergleich zum Vormonat zu beobachten. Allerdings ist die Preisdynamik nicht mehr so intensiv wie in den Perioden zuvor. Die Teuerungsrate betrug im März 9,8 % YoY (Februar: 12,0 %). Die Maßnahmen zur Eindämmung der Preisentwicklung (u.a. hohe Anzahlungspflichten für den Immobilienerwerb, Verbot der Fremdkapitalaufnahme für die Zweitimmobilie) erzielten somit erste kleine Erfolge. Insgesamt haben seit März 2016 46 chinesische Städte Restriktionen im Immobiliensektor eingeführt. Dabei wird der Immobiliensektor weiter mit einem starken Zulauf konfrontiert sein. Ein Mangel an Anlagemöglichkeiten und die Befürchtung vieler Investoren, dass sich die Regulierungsmaßnahmen in Zukunft noch intensivieren werden, schürt die Nachfrage im chinesischen Immobiliensektor.

# Aktienmärkte

Positive Konjunkturmeldungen und ein deutlicher Rückgang politischer Risiken beflügeln derzeit vor allem die Europäischen Aktienmärkte. In den USA war die BIP-Schätzung für das erste Quartal zwar enttäuschend, ein großer Dämpfer für die Stimmung ist diese einzelne Zahl jedoch nicht gewesen. Die Unternehmenszahlen für das erste Quartal überraschten in allen drei Indizes positiv und gaben den Aktienmärkten weitere Unterstützung. Um die neue US-Administration ist zwar keine Ruhe eingeleitet, aber es ist ein Gewöhnungseffekt eingetreten. Die Bewertungsniveaus an den Aktienmärkten sind trotz guter Fundamentalwerte deutlich angestiegen und die Volatilität ist auf historisch niedrigen Werten angekommen. Damit ist die Anfälligkeit für eine größere Korrektur ebenfalls deutlich größer geworden.

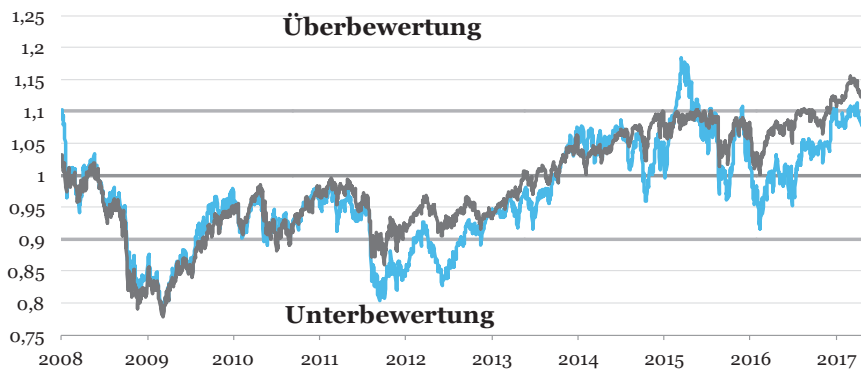
## Aktienmärkte weiter aufwärts gerichtet

In der Berichtsperiode haben die Aktienmärkte bemerkenswerte Zugewinne verzeichnen können. In den vergangenen acht Wochen hat der DAX 5,6 % zugelegt und liegt gegenwärtig bei 12726 Punkten. Damit stieg der DAX im Berichtszeitraum zum ersten Mal über die bisherigen Rekordniveaus aus dem Jahr 2015. Seinen zwischenzeitlichen Höchststand erreichte der DAX am 9. Mai mit 12783 Punkten. Der S&P 500 legte knapp 2,1 % zu und notierte zuletzt bei 2394 Punkten. Der S&P 500 feierte ebenfalls wieder einen neuen Rekordstand mit 3666 Punkten am 8. Mai. Der Eurostoxx 50 stieg noch einmal kräftig an und befindet sich mit 3625 Punkten gut 5,0 % über dem Niveau von Ende März.

Die Stimmung begann sich vor allem im März schon deutlich aufzuhellen als im Nachgang der Niederlande-Wahl, wo der Rechtspopulist Geert Wilders eine Schlappe einstecken musste, die europäischen Aktienmärkte ihr Comeback feierten. Im Vorfeld der Frankreichwahl waren die Unsicherheiten groß: Der von den Kommunisten unterstützte Jean-Luc Mélenchon holte in den Umfragen auf. So entstand ein AngstszENARIO, in dem mit Mélenchon und der Rechtspopulistin Marine Le Pen zwei ausgemachte Feinde der EU in den zweiten Wahlgang einziehen. An den Aktienmärkten wurde man, begleitet von einer höheren Volatilität, deutlich vorsichtiger. Doch es kam anders: Der 39-jährige unabhängige Kandidat Emmanuel Macron setzte sich überraschend deutlich im ersten Wahlgang durch und qualifizierte sich vor Marine Le Pen für den zweiten Wahlgang. Den Aktienmärkten fiel – vor allem auf dem Kontinent – ein Stein vom Herzen und große Teile der Zuwächse sind auf diese Bewegung zurückzuführen. Macron schlug Marine Le Pen im zweiten Wahlgang – wiederum – überraschend deutlich. Nun hat Frankreich den im Wahlkampf größten EU-Freund zum Präsidenten, was für die Stabilität der Eurozone nur gut sein kann.

Trotz der guten Berichtssaison und der damit verbundenen Verbesserung der Fundamentalwerte ist mit den letzten Kursanstiegen das Bewertungsniveau an den Aktienmärkten deutlich angestiegen. Wie der Unter- und Überbewertungsindex in der Grafik zeigt, ist das Bewertungsniveau von einer Normalbewertung Mitte letzten

## Bewertungsniveau des DAX (blau) und des S&P 500 (schwarz)

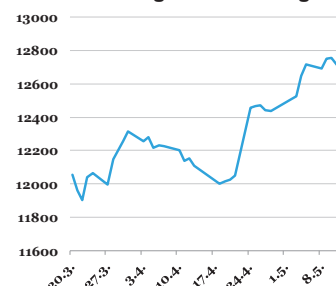


Erklärung: Der Unter- und Überbewertungsindex setzt sich zusammen aus diversen fundamentalen Kennzahlen des jeweiligen Aktienindex (Preis-Cashflow-Verhältnis, Dividendenrendite, KGV, Preis-Buchwert-Verhältnis und Preis-Umsatz-Verhältnis)

Quellen: Bloomberg, HSH Nordbank

Patrick Harms  
Telefon: 040-3333-15207

## DAX: Kurzfristige Entwicklung



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

## DAX: Langfristige Entwicklung



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

## Berichtszeitraum

Kurzfristig: Beginn 20.03.2017, Ende 12.05.2017

Langfristig: Beginn 01.01.2011, Ende 12.05.2017

## Fundamentalwerte DAX, andere Indizes zum Vergleich

Stand:	DAX 30	Euro-stoxx 50	S&P 500
12/5	10 Uhr		
Indexstand	12770	3631	2390
Veränd. gegenüber Vorwoche	1,33%	0,52%	-0,20%
Kurs-Gewinn-Verhältnis	19,8	20,3	21,3
Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,8	1,6	3,1
Dividenden-Rendite	2,9	3,3	2,0
Kurs-Cashflow-Verhältnis	8,7	8,6	12,8
Kurs-Erlös-Verhältnis	1,0	1,2	2,1

Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

## Berichtszeitraum

21.03.2017 bis 12.05.2017

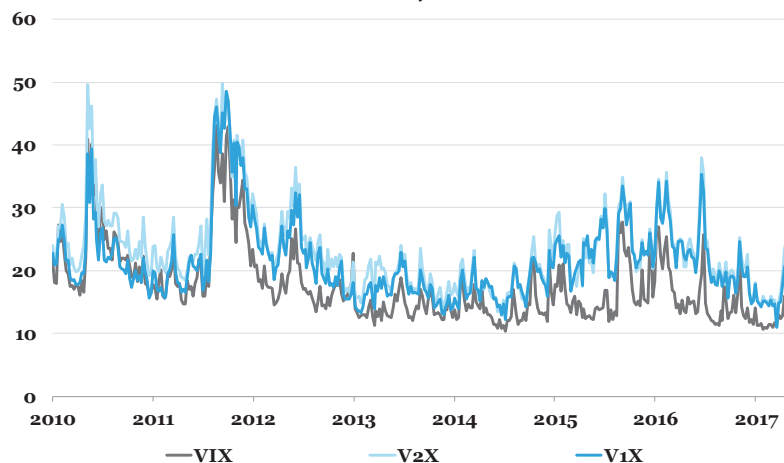


Jahres sowohl im DAX als auch im S&P 500 auf eine Überbewertung gestiegen. Der DAX ist damit – obwohl der Kurswert den vom Jahr 2015 deutlich übersteigt – deutlich moderater bewertet als bei der 2015er Rallye. Allerdings kommt das vergleichsweise niedrige Bewertungsniveau teilweise dadurch zustande, dass beispielsweise der Automobilsektor in seinem Bewertungsniveau auch im Zuge der letzten Kurssprünge nicht gestiegen ist. Das liegt vor allem daran, dass die Investoren die Zukunftsaussichten der deutschen Autobauer deutlich weniger gut einschätzen als jene der übrigen Sektoren, sodass das gegenwärtige Bewertungsniveau des Gesamtindex eventuell nach unten verzerrt ist. Der S&P 500 ist mindestens seit Anfang des Jahres deutlich überbewertet. Aktien sind gegenwärtig nicht zuletzt aufgrund des niedrigen Renditeniveaus bei anderen Assetklassen vergleichsweise attraktiv. Daher sind sie gegenüber Veränderungen – etwa einem deutlich schnelleren Zinsanhebungspfad der Fed oder einer merklichen Konjunkturertrübung – derzeit anfällig.

Die Grafik unten auf dieser Seite stellt die aus den Optionsmärkten abgeleitete Volatilität in all unseren Indizes dar. Das Volatilitätsniveau – der historische Durchschnitt liegt bei 20 Punkten – ist gegenwärtig rekordverdächtig niedrig. Für den längerfristigen Abwärtstrend gibt es verschiedene Gründe. Dass die Werte gegenwärtig derartig niedrig sind, ist aber untypisch: Nimmt andere man Unsicherheitsmaße zum Vergleich – wie etwa Indizes für politische Unsicherheit – sind diese teilweise auf Rekordständen. Die Finanzmärkte, vor allem die Aktienmärkte, scheinen davon unbeeindruckt zu sein. Man könnte dieses Ergebnis so interpretieren, dass die Investoren sich an höhere Unsicherheit gewöhnt und sich mittlerweile darauf eingestellt haben. Man könnte es allerdings auch so interpretieren, dass die Finanzmärkte die vielen Risiken verdrängen und in einen Modus der Nachlässigkeit eingetreten sind. Tatsächlich negative Nachrichten könnten in einer solchen Situation besonders stark auf die Märkte durchschlagen.

Die europäischen Aktienmärkte haben von dem Rückgang der politischen Unsicherheit in der Eurozone bereits deutlich stärker profitiert als US-Aktien. Von den jetzt anstehenden Wahlen – Neuwahlen in Großbritannien und Parlamentswahlen in Frankreich – erwarten wir keine große Strahlkraft mehr. Der Fokus wird damit wahrscheinlich wieder stärker auf der Geldpolitik – sowohl der Fed als auch der EZB – und der Wirtschaftspolitik der US-Administration liegen. Die derzeit herrschende Gleichgültigkeit bezüglich der globalen Polit-Risiken könnte sich daher schnell wandeln. Bei den gegenwärtig hohen Bewertungsniveaus gehen wir davon aus, dass etwa ein deutlich schnelleres Vorgehen der Fed oder der EZB den Aktienmärkten zusetzen würden.

### Volatilitätsindizes von S&P 500, Eurostoxx 50 und DAX



Die Volatilitätsindizes stellen die auf Basis von Optionskursen für einen Monat im Voraus erwartete Volatilität in den jeweiligen Indizes dar. VIX: S&P 500, V2X: Eurostoxx 50, V1X: DAX

Quellen: Bloomberg, HSH Nordbank

# Wechselkurse

## **EUR/USD: Vive l'Euro! Der europafreundliche Ausgang der französischen Präsidentschaftswahl ist grundsätzlich eine positive Nachricht für den Euro, weswegen wir unsere Prognose für die europäische Gemeinschaftswährung angehoben haben.**

Der Euro notiert aktuell bei 1,09 EUR/USD und erreichte zeitweise einen Stand von über 1,10 EUR/USD. Damit konnte der Euro in den letzten sechs Wochen um rund 2 % aufwerten. Den größten Einfluss auf das Devisenpaar hatte die Präsidentschaftswahl in Frankreich, bei der die Franzosen über die Zukunft des Euro entscheiden konnten. Auch die Schwäche der US-Konjunktur zum Jahresbeginn beeinflusste den Wechselkurs. Allerdings erwartet man bei der Fed ein deutlich stärkeres Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal.

Mit der Wahl Emmanuel Macrons zum neuen französischen Staatsoberhaupt endet vorerst eine Phase der politischen Unsicherheit in Europa. Nach dem Brexit-Referendum und der Wahl in den Niederlanden war besonders die Wahl in Frankreich richtungsweisend für die Entwicklung der europäischen Gemeinschaftswährung. Das Ergebnis des ersten Wahlgangs (23.04), bei dem durch den Einzug Emmanuel Macrons eine Präsidentschaft Marine Le Pens sehr unwahrscheinlich wurde, sorgte für eine sprunghafte Aufwertung des Euro. Für eine nachhaltigere Aufwertung fehlen im Moment die Impulse von Seiten der EZB. Allerdings werden die Rufe nach einem Tapering des Anleiheankaufprogramms der EZB lauter. Grundlage hierfür sind gute Konjunkturdaten und ein Anstieg der Inflation auf 1,9% YoY (April).

Während das enttäuschende US-Wirtschaftswachstum im ersten Quartal von den Devisenhändlern gut weggesteckt wurde, belastet die Ernüchterung über die durchwachsenen ersten 100 Tage der Trump-Administration den US-Dollar. Das Scheitern von Trumps Dekret zur Immigration sowie die Verschiebung der Abstimmung über Obamacare dämpften den Optimismus. Auch sein erstes großes ökonomisches Projekt, die Steuerreform, wird mit großer Skepsis betrachtet. Bei der Fed herrscht dagegen Optimismus. Man hält das erste Quartal 2017 für einen Ausreißer und rechnet mit deutlich stärkerem Wachstum zum Ende der ersten Jahreshälfte. Gute Arbeitsmarktdaten unterstreichen diese Prognose. All das macht eine Leitzinserhöhung der Fed im Juni wahrscheinlicher. Grundsätzlich gehen wir von mindestens zwei Zinsschritten in diesem Jahr aus.

Bereitet die Fed-Präsidentin Yellen diese Straffung der Geldpolitik genauso gut vor wie die Zinserhöhung im März, dürfte der Dollar über mehrere Wochen hinweg aufwerten. Auch Trumps Wirtschaftspolitik hat großes Marktbewegungspotenzial. Sollte er doch mit seiner Steuerreform durchkommen, würde das den USA einen deutlichen Standortvorteil verschaffen. Außerdem wartet man in Amerika immer noch auf das im Wahlkampf angekündigte Infrastrukturprogramm, welches die Wirtschaft enorm ankurbeln könnte. Euroseitig beeinflussen in nächster Zeit vor allem die Brexitverhandlungen mit Großbritannien und die Geldpolitik der EZB den Wechselkurs. Wir erwarten, dass die EZB Kurs hält und ihr Anleiheankaufprogramm im unveränderten Volumen von 60 Mrd. Euro bis Ende 2017 durchführt, jedoch bereits Anfang 2018 mit dem Tapering beginnt. Zinserhöhungen stehen unseres Erachtens frühestens Mitte nächsten Jahres an, und zwar beim Einlagenzinssatz. Die Diskussionen über ein Tapering sollten den Euro stärken und die Gemeinschaftswährung per Jahresende auf 1,10 USD und im ersten Quartal 2018 auf 1,12 USD aufwerten lassen.

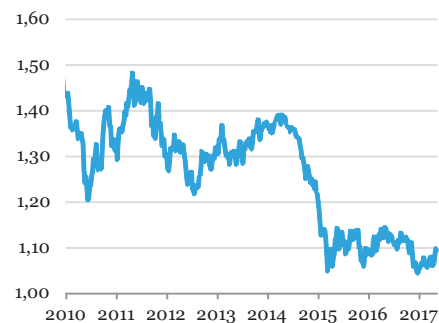
Dr. Cyrus de la Rubia  
Telefon: +49 40-3333-15260

### EUR/USD kurzfristig



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

### EUR/USD langfristig



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

### Berichtszeitraum

Kurzfristig: Beginn 31.03.2017, Ende 12.05.2017

Langfristig: Beginn 01.01.2010, Ende 12.05.2017

## USD/JPY: Wahlsieg Macrons in Frankreich sorgt für Abwertung des Yen, Schwäche der amerikanischen Konjunktur im ersten Quartal nur vorübergehend

USD/JPY notierte über die Berichtsperiode der letzten acht Wochen per Saldo nahezu unverändert bei 113,7. Dabei stand das Währungspaar stark unter dem Einfluss der Präsidentschaftswahlen in Frankreich und der Furcht vor einem Wahlsieg der europafeindlichen Kandidatin des Front National Marine Le Pen. Mit dem Sieg Macrons scheint nun die lange Phase politischer Unsicherheit vorerst beendet. Ebenso beeinflussten die zuletzt gemischten US-Konjunkturdaten das Devisenpaar. Bei der Fed geht man allerdings davon aus, dass die Schwächephase des ersten Quartals nur vorübergehend ist. Aus diesem Grund sah das FOMC-Komitee bei seiner Zinssitzung am 03.05. noch keine Notwendigkeit, den Leitzins erneut zu erhöhen. Auch die Bank of Japan nahm bei ihrer Zinssitzung keine Änderungen vor und somit hält man in Tokio weiter am QQE-Programm (quantitative und qualitative Lockerung der Geldpolitik) fest.

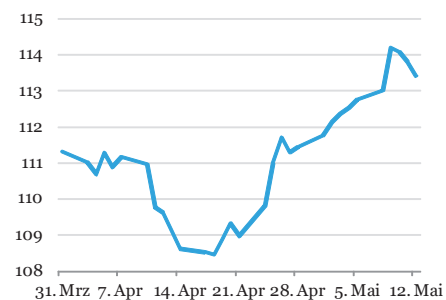
Besonders beeinflusst von der für Europa richtungsweisenden Wahl in Frankreich war, wie immer bei politischer Unsicherheit, der Yen. Risk-off-Bewegungen in die japanische Währung hatten in den Wochen vor dem ersten Wahlgang in Frankreich (23.04) für eine Aufwertung gesorgt. Danach preisten die Investoren jedoch zunehmend einen Wahlsieg Macrons ein, so dass der Wahlsieg des sozial-liberalen Kandidaten in der Stichwahl keinen nachhaltigen Einfluss mehr auf das Währungspaar hatte.

Ebenso hatte die Zinssitzung der Bank of Japan Ende April, bei der es zu keiner Kursänderung kam, kaum Auswirkungen auf das Devisenpaar.

In den USA blickt man auf einen wirtschaftlich gemischten Start in das Jahr zurück. Deutlich unter den Erwartungen blieb beispielsweise das BIP-Wachstum mit lediglich 0,7 % (Konsens: 1,2 %). Die Fed betonte nach ihrer Zinssitzung am 03.05. allerdings, dass sie im zweiten Quartal mit einer deutlich stärkeren US-Konjunktur rechne und somit eine graduelle Anhebung des Leitzinses gerechtfertigt sei. Die am vergangenen Freitag (05.05.) veröffentlichten überraschend positiven Arbeitsmarktzahlen unterstrichen die Prognose der Fed. Insgesamt aber scheint die Euphorie in der Wirtschaft, die nach dem Wahlsieg Donald Trumps herrschte, etwas verflogen zu sein. Das zeigte sich zweitweise auch am Wechselkurs. Mitte April hatte der Dollar zum Yen im Vergleich zum Vormonat eingebüßt. Grund dafür ist auch die durchwachsene Bilanz der ersten 100 Tage der Trump-Administration. Das erste Projekt von wirtschaftlicher Bedeutung könnte die Steuerreform werden, bei der Trump vorsieht, die Unternehmenssteuer von 35% auf 15% zu senken. Unsicher ist allerdings, ob Trump mit seiner Steuerreform durch den Kongress kommen wird, da bisher ein Vorschlag zur Gegenfinanzierung fehlt.

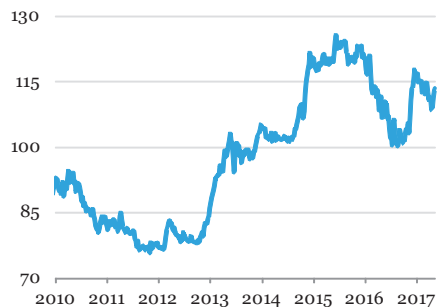
Als sicher gilt dagegen, dass in diesem Jahr noch mindestens zwei Zinsschritte der Fed folgen werden. Da man das schwache erste Quartal gemeinhin als Ausnahme betrachtet und nahezu Vollbeschäftigung herrscht, ist eine Erhöhung des Leitzinses im Juni nicht ausgeschlossen. Allerdings scheint eine Erhöhung der Fed Funds Rate bereits größtenteils eingepreist zu sein, womit der Dollar auf kurze Sicht voraussichtlich kaum gegenüber dem Yen zulegen kann. In Japan hält man dagegen an der QQE-geprägten Geldpolitik fest. Ein Ende dieser Politik scheint nicht in Sicht. Kürzlich nominierte Premierminister Abe die beiden taubenhaften Ökonomen Kataoka und Harada für den geldpolitischen Rat der BoJ, um den expansiven Kurs der Zentralbank weiter zu stützen.

### USD/JPY kurzfristig



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

### USD/JPY langfristig



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

### Berichtszeitraum

Kurzfristig: Beginn 31.03.2017, Ende 12.05.2017

Langfristig: Beginn 01.01.2010, Ende 12.05.2017

## EUR/GBP: Der Triumph von „En Marche!“ in Frankreich beflügelt den Euro nur kurzfristig, Theresa Mays angekündigte Neuwahlen stabilisieren das Pfund.

Das Pfund legte seit Mitte März gegenüber dem Euro um 2,1 % zu. Zuletzt notierte er bei 0,848 EUR/GBP. Das Bild des Währungspaares wurde von zwei politischen Ereignissen geprägt: Zum einen durch die angekündigten Neuwahlen im britischen Parlament und zum anderen durch die französischen Präsidentschaftswahlen.

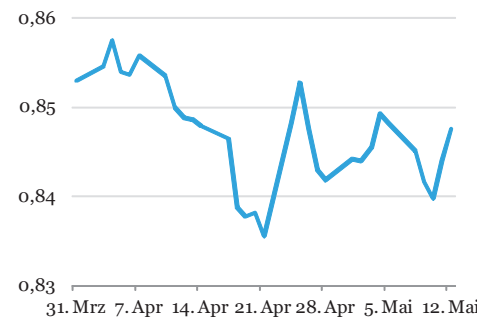
Besonders in Sachen Brexit-Verhandlungen gab es Neuigkeiten. Am 29. März reichte das Vereinigte Königreich gemäß Artikel 50 sein offizielles Austrittsgesuch ein. Von einem „Brexit vom Brexit“ kann mittlerweile nicht mehr die Rede sein. Dies wurde auch von der Premierministerin Theresa May in ihren Aussagen bekräftigt. Geplant ist unter anderem eine Verschärfung der britischen Einwanderungspolitik. Daraus folgend wäre eine Teilnahme der Briten am europäischen Binnenmarkt nicht mehr möglich, da die Regelung nicht mehr konform ist mit den vier Freiheiten des europäischen Binnenmarktes. Nun will man seitens des Königreiches einen individuellen Handelsvertrag mit der EU aushandeln, um die Investoren zu besänftigen. Außerdem fühlt sich die Regierungschefin May bei ihren Verhandlungsstrategien offensichtlich durch interne Brexit-Gegner eingeschränkt und setze deswegen zum 8. Juni Neuwahlen an. Mit den Neuwahlen verspricht sich May, ihrer konservativen Partei angesichts guter Umfragewerte eine größere Mehrheit zu verschaffen, damit sie ihre Brexit-Pläne im Parlament besser durchsetzen kann.

Insgesamt führte die Einreichung des Antrags auf Austritt aus der EU zu einer sichtbaren Aufwertung des Pfunds. Viele Investoren glaubten zudem, dass die Mitte April angekündigten Neuwahlen die innenpolitische Position stabilisiert, was dem Pfund Auftrieb gab. Darüber hinaus profitierte das Pfund von der Anhebung der IWF-Wachstumsprognosen für Großbritannien, der die vorigen Abwärts-Korrekturen des Wachstums für das Land aufgrund des Brexits aufgehoben hatte. Dem stand allerdings wenig später eine enttäuschende BIP-Wachstumsrate von nur 0,3% QoQ im ersten Quartal gegenüber, die zeitweise das Pfund unter Druck setzte. Die Tatsache, dass die Ratsmitglieder der BoE den Zins am 11. Mai erwartungsgemäß unverändert gelassen haben (0,25%), sorgte am Devisenmarkt für keine nennenswerte Bewegung. Laut ihrer Wirtschaftsprognose könnten die negativen Folgen des gefallen Sterlings weiterhin mit guten Inflationsraten (derzeit 2,3% für März) ausbalanciert werden.

Der Euro stand trotz guter Werte für den PMI-Einkaufsmanagerindex sowie dem hohen Wert des Ifo-Geschäftsklimaindex für Deutschland (112,9 Punkte) gegenüber dem Pfund unter Abwertungsdruck. Dies hatte vor allem mit der Ankündigung des EZB-Präsidenten Draghi zu tun, eventuell das Anleiheankaufprogramm über das Ende 2017 hinaus zu verlängern. Die Wahl Macrons zum Präsidenten wertete den Euro nur kurzfristig auf. Offenbar war Macrons Sieg aufgrund guter Umfragewerte im Wechselkurs bereits eingepreist und somit kam es zu keiner Überraschung.

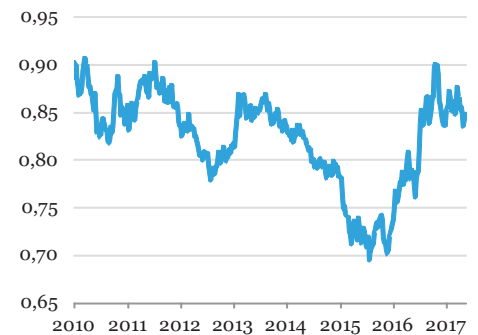
Tendenziell sollte der Druck auf das Pfund in den kommenden Wochen eher steigen, da die Briten sich auf harte Verhandlungen einstellen müssen. Zunächst wird es dabei um eine Rechnung von – so wird es aus EU-Kreisen kolportiert – 60 Milliarden Euro netto gehen, die die EU bislang für den Austritt fordert. Mittelfristig könnte das Pfund von den Neuwahlen im Juni profitieren. Die weitere Entwicklung des Euros, könnte vom Abschneiden der Partei „En Marche!“ bei der Wahl der französischen Nationalversammlung (11.06. und 18.06.) beeinflusst werden. Der Markt wird auch verfolgen, ob Macron seine Arbeitsmarktreform sowie die Idee eines gemeinsamen EU-Haushalts wirklich durchsetzen kann.

EUR/GBP kurzfristig



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

EUR/GBP langfristig



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

### Berichtszeitraum

Kurzfristig: Beginn 31.03.2017, Ende 12.05.2017

Langfristig: Beginn 01.01.2010, Ende 12.05.2017

## EUR/CHF: Frankreich-Wahl sowie wirtschaftlicher Ausblick beflügeln Euro und lassen Schweizer Nationalbank aufatmen

Der Euro notiert zum Schweizer Franken derzeit bei 1,094 EUR/CHF und werte te somit seit Mitte März um 1,9 % auf. Das entscheidendste Ereignis im Berichtszeitraum stellt hierbei der Wahlsieg des proeuropäischen Emmanuel Macron zum neuen französischen Staatspräsidenten dar. Das Vertrauen in Europa und in den Euro ist infolgedessen dermaßen gestiegen, dass der Euro stark aufwertete. Seitdem befindet sich der Schweizer Franken auf dem tiefsten Stand seit Mitte Oktober 2016.

Die politische Unsicherheit bezüglich eines möglichen Wahlsieges der rechtspopulistischen Marine Le Pen hatte die Schweizerische Nationalbank (SNB) zu kontinuierlichen Interventionen auf dem Devisenmarkt gezwungen, da Anleger verstärkt in den „sicheren Hafen“ Franken flüchteten. So stieg das Sichtguthaben der SNB seit Mitte April um fast 15 Mrd. CHF auf zuletzt 573,1 Mrd. CHF (Stand: 05.05.). Zudem versicherte SNB-Chef Thomas Jordan, dass die expansive Geldpolitik in der Schweiz weiterhin angebracht sei, um mittelfristig die Preisstabilität zu gewährleisten. Die Inflationsrate stieg im April um lediglich 0,4 % YoY (Vormonat: 0,6 % YoY), die wirtschaftliche Entwicklung hingegen ist aussichtsreich: Der PMI für das Verarbeitende Gewerbe lag im April bei hohen 57,4 Punkten und die Arbeitslosenquote sank im April auf 3,3 % (Vormonat: 3,4 %).

In der Eurozone überzeugen wie auch in der Schweiz die starken Konjunkturdaten und lassen Rufe nach einem Tapering des Anleihekaufprogramms der EZB, welches momentan einen Umfang von monatlich 60 Mrd. Euro beträgt, lauter werden, auch weil politische Risiken abgenommen haben. Marktteilnehmer rechnen bereits mit einer Ankündigung des Taperings in einer der nächsten EZB-Sitzungen und einer schrittweisen Durchführung ab Januar 2018. Diese Annahme wird zudem durch zuletzt deutlich positivere Prognosen für die Eurozone und starker Konjunkturdaten gestützt. So lag das BIP-Wachstum für das erste Quartal 2017 mit 0,5 % QoQ (annualisiert 2 %) deutlich höher als in den USA (annualisiert 0,7 %). Die Inflationsschätzung im April lag bei 1,9 % YoY und der PMI für das Verarbeitende Gewerbe bei 56,7 – dem höchsten Stand seit 2014. Besonders die größten drei Volkswirtschaften der Eurozone, Deutschland (61,0), Frankreich (57,7) und Italien (59,1), verzeichneten sehr hohe PMIs für das Verarbeitende Gewerbe.

In den kommenden Monaten wird das dominierende politische Thema für das Währungspaar die Austrittsverhandlungen Großbritanniens darstellen. Die positive Stimmung im Euroraum sollte jedoch überwiegen, sodass wir das Devisenpaar im Ausblick auf 2018 bei 1,10 EUR/CHF sehen. Zinsschritte der EZB werden jedoch erst Ende 2018 zu erwarten sein.

### Wechselkursprognosen zum EUR

	Kurs 12/05/17	52 Wochen		2017				2018	
		hoch	tief	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	
EUR-USD	1,09	1,14	1,03	1,11	1,08	1,10	1,12	1,12	
EUR-CHF	1,10	1,11	1,06	1,07	1,07	1,08	1,10	1,10	
EUR-GBP	0,85	0,93	0,76	0,87	0,90	0,90	0,85	0,85	
EUR-JPY	124	125	109	122	124	127	132	132	

Quellen: Bloomberg, HSH Nordbank

### Wechselkursprognosen zum USD

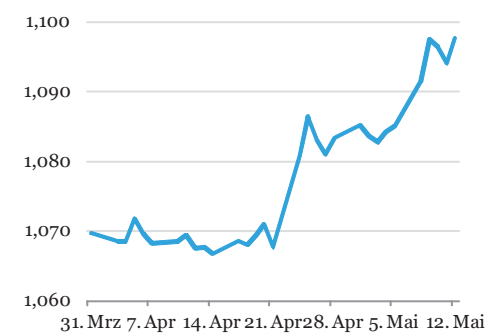
	Kurs 12/05/17	52 Wochen		2017				2018	
		hoch	tief	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	
USD-JPY	113	119	99	110	115	115	118	118	
USD-CHF	1,01	1,03	0,95	0,96	0,99	0,98	0,98	0,98	
GBP-USD	1,29	1,50	1,18	1,28	1,20	1,22	1,32	1,32	

Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

Die Prognosen der HSH Nordbank werden monatlich überprüft und gegebenenfalls angepasst.

**Hinweis:** Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

### EUR/CHF kurzfristig



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

### EUR/CHF langfristig



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

### Berichtszeitraum

Kurzfristig: Beginn 31.03.2017, Ende 12.05.2017

Langfristig: Beginn 01.01.2010, Ende 12.05.2017

# Ölmärkte

Die Ölmärkte konnten das zu Jahresbeginn erreichte Preisniveau nicht mit in das zweite Quartal nehmen. Nach einem kurzen Schwächeanfall Mitte März und einer zwischenzeitlichen Erholung drohten die Preise für den wichtigen Rohstoff in der vergangenen Woche regelrecht zu kapitulieren. Mittlerweile notieren die Preise für die Nordseesorte Brent wieder oberhalb der psychologisch wichtigen Marke von 50 US-Dollar/Barrel. Damit aber nicht genug. In den kommenden Wochen ist mit weiteren Preisanstiegen in Richtung 55 US-Dollar/Barrel zu rechnen. Denn die OPEC-Staaten und Russland werden sich auf der am 25. Mai stattfindenden halbjährlichen Sitzung in Wien mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit auf eine Verlängerung der Produktionskürzungen verständigen. Auch beim Abbau der Lagerbestände sehen wir Fortschritte und glauben, dass die Ölmärkte – gemessen an dem Angebot und der Nachfrage nahezu im Gleichgewicht sind.

## Weltweiter Abbau bei Lagerreserven erkennbar

Seit unserer letzten Ausgabe der Rententrends haben sich die fundamentalen Daten am globalen Ölmarkt deutlich aufgehellt. Die OPEC-Staaten setzten ihre Produktionskürzungen im April erfolgreich fort. Die ersten Schätzungen für April deuten weiterhin auf eine sehr hohe Umsetzungsquote bei den Kürzungsmaßnahmen der OPEC-Länder. So zeigten die Daten von Reuters bzw. Bloomberg und der OPEC eine Compliance-Quote der beteiligten Staaten von 90 bzw. 100 %. Durch die Kürzungsanstrengungen wird es der Nachfrage einfacher gemacht, das weltweite Angebot zu übersteigen und den Abbau der globalen Öllagerreserven zu beschleunigen. Der Abbau der Lagerbestände, ein explizites Ziel der OPEC, hat in den vergangenen sechs Wochen signifikante Fortschritte gemacht. So ist neben den viel beachteten US-Lagerbeständen vor allem auch ein Auge auf drei weitere Regionen zu werfen. Dies sind Japan, Singapur und der Amsterdam-Rotterdam-Antwerpen-Raum. An den aufaddierten Lagerbeständen der drei Regionen lässt sich gut erkennen, dass man bereits ein Niveau erreicht, welches unterhalb des Durchschnittswertes für drei Jahre liegt. Dagegen liegen die US-Öllagerreserven heute noch immer ca. 100 Mio. Barrel oberhalb des OPEC-Ziels, die Lagerbestände auf ein Niveau des Fünfjahresdurchschnittsbands zu reduzieren.

## OPEC lässt den Lagerabbau zu heiß laufen...

Eine Verlängerung der im November 2016 beschlossenen OPEC-Kürzungen über Ende Juni 2017 hinaus gilt an den Märkten bereits als ausgemachte Sache. Jedoch gibt es noch einige Unsicherheiten bezüglich der Details. So ist bislang unbekannt, um wie viele Monate die Kürzungsvereinbarung verlängert werden soll. Im Raum stehen gegenwärtig sechs oder auch neun Monate. Zudem ist unklar, ob sich das Ölkartell die Flexibilität einräumt, das Abkommen aufzukündigen, wenn in den Daten deutlich sichtbar wird, dass die Lagerbestände das Fünfjahresdurchschnittsniveau erreicht haben. Möglich ist außerdem, dass die Kürzungen vertieft werden.

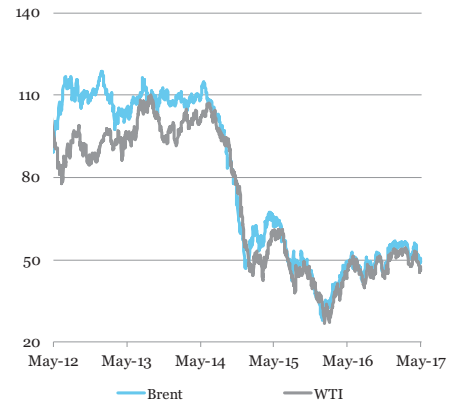
Auf Basis unserer aktuellen Angebots- und Nachfrageprojektionen ist damit zu rechnen, dass es im zweiten Quartal zu einer weiteren Beschleunigung beim Lagerabbau kommen wird und das Niveau der Öllagerreserven bis Ende September unterhalb des Fünfjahresdurchschnittswerts fällt. Dank einer merklich anziehenden Nachfrage dürfte der Markt im dritten Quartal mit bis zu 1,7 Mio. Barrel/Tag im Defizit sein. Dieses dürfte durchaus das Potential haben die Ölpreise auf 60 US-Dollar/Barrel ansteigen zu lassen. Für die OPEC besteht die Gefahr, dass „low-cost“-Produzenten außerhalb der OPEC aufgrund der gestiegenen Preise ihre Produktion noch stärker ausweiten, als wir es bisher gesehen haben.

## ...und sorgt für einen stetigen Anstieg bei US-Schiefer

Seit der Ankündigung der Kürzungen Ende November in Wien brachten die US-Förderer 600 Tsd. zusätzliche Barrel/Tag auf den Markt. Wir rechnen nun

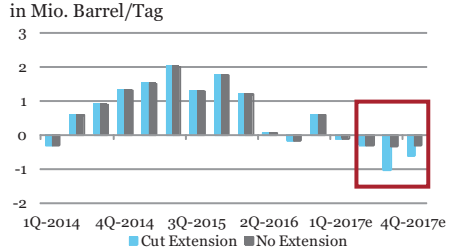
Jan Edelmann  
Telefon: 040-3333-15206

**Ölpreisentwicklung**  
in US-Dollar/Barrel



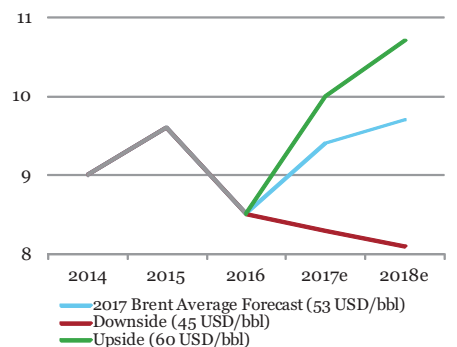
Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

**Marktungleichgewicht (Angebot-Nachfrage)**  
in Mio. Barrel/Tag



Quelle: IEA, HSH Nordbank

**US-Ölfördermenge div. Ölpreisszenarien**  
in Mio. Barrel/Tag



Quelle: EIA, HSH Nordbank

**Berichtszeitraum**

Beginn: 01.05.2012, Ende: 12.05.2017

damit, dass weitere 400-500 Tsd. hinzukommen werden und auch ein kräftiges Wachstum im Jahr 2018 zu erwarten sein dürfte.

### Nachfrage besser als gegenwärtiger Nachrichtenfluss vermuten lässt

Die globale Ölnachfrage hat die Marktteilnehmer im vergangenen Jahr mit einem Wachstum von durchschnittlich 1,6 Mio. Barrel/Tag positiv überrascht. Im vierten Quartal des Jahres betrug die Veränderungsrate sogar 1,7 Mio. Barrel/Tag, was insbesondere dem sehr guten konjunkturellen Umfeld geschuldet ist. Da die freundliche Stimmung auch mit in das neue Jahr genommen wurde und die ersten Konjunkturdaten dies auch bestätigen, erwarten wir nunmehr ein Wachstum der Weltwirtschaft von 3,5 % in 2017. Bei einem durchschnittlichen Ölpreis von 55 US-Dollar/Barrel ist mit einem Anstieg der Ölnachfrage in diesem Jahr um 1,58 Mio. Barrel/Tag zu kalkulieren. In der Tat, das Öl Nachfrage-Bild bleibt in diesem Jahr unterstützend. Daten auf Länderebene für März implizieren ein Ölnachfragewachstum von 1,5 Mio. Barrel/Tag YoY. Darüber hinaus ist es wichtig zu beachten, dass das Anziehen der wirtschaftlichen Dynamik im ersten Quartal aufgrund meteorologischer Faktoren nur eine Auswirkung auf das Ölnachfragewachstum hatte (verstehe ich nicht). Die in den vergangenen Wochen am Markt geäußerten Sorgen bezüglich einer rückläufigen US-Benzinnachfrage sowie rückläufigen Raffinerie-Margen sehen wir als überzogen an und glauben, dass sich lediglich die Lage von Januar wiederholt, bei der das US-Energieministerium die Nachfrage signifikant unterschätzte.

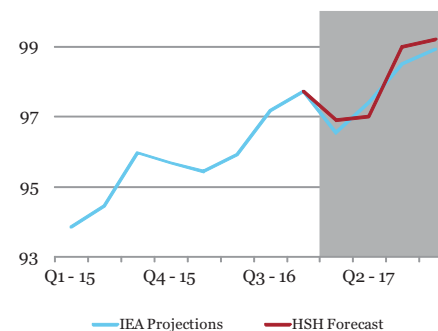
### Konsens bezüglich langfristiger Preiserwartungen

In den vergangenen Wochen haben wir einen Rückgang bei den langfristigen Ölpreisen um rund 6 US-Dollar/Barrel beobachtet, was auch zu den kräftigen Preisrückgängen am vorderen Ende der Terminkurve beigetragen hat. Dies dürfte vor allem auf einem Konsens bzgl. der Erwartung der Ölpreisentwicklung zurückzuführen sein und spiegelt ein höheres Vertrauen in US-Schieferöl als als Grenzproduzenten wider. Die Streuung der dreijährigen Ölpreisprognosen ist in den vergangenen Monaten stark zurückgegangen. Dies bringt zum Ausdruck, dass die Märkte davon ausgehen, dass die OPEC-Kürzungen in diesem Jahr das Überangebot massiv zurückbauen können, diese allerdings nicht mehr in der Lage sein werden, künftig, mittels Förderkürzungen, nachhaltige Preissteigerungen herbeizuführen. Anders ausgedrückt: Der Konsens bzgl. langfristigen Preiserwartungen ist nichts anderes als Ausdruck des strukturellen Wandels der OPEC, die nicht mehr versucht, direkt den Preis zu steuern, sondern vielmehr die Lagerbestände zu beeinflussen beabsichtigt.

### Abkommensverlängerung hält die Preise in 2017 hoch, doch was kommt danach?

Wir haben unsere Ölpreisprognose in den vergangenen Wochen überarbeitet. Wir glauben, dass die Verlängerung des OPEC-Abkommens über Ende Juni hinaus im zweiten Halbjahr das Defizit am Ölmarkt ausweiten wird und somit zu einer weiteren Beschleunigung des globalen Öllagerabbaus führen wird. Die Ölpreise dürften daher kräftig an Wert zulegen. Wir sehen den Ölpreis Ende des zweiten Quartals bei 56 US-Dollar/Barrel und bei 58 US-Dollar/Barrel im dritten Quartal dieses Jahres. Allerdings dürfte dieser hohe Ölpreis zu weiteren Investitionen in der US-Schieferölindustrie führen, welche vermutlich eine erneute Angebotsflut im kommenden Jahr herbeizuführen werden. Zum Jahresende erwarten wir daher die Preise wieder schwächer bei 53 US-Dollar/Barrel. Allerdings ist im kommenden Jahr nicht nur mit Produktionssteigerungen im US-Schieferölsektor zu rechnen. Vielmehr werden auch zahlreiche Projekte ihre Produktion aufnehmen, deren Investitionsentscheidungen von vor dem großen Einbruch der Preise im Jahr 2014 getroffen wurden. Insgesamt kommt es daher zu einem zu einem höheren Angebot und vor diesem Hintergrund sehen wir den Ölpreis im kommenden Jahr wieder unter der 50 US-Dollar/Barrel-Marke im Jahresdurchschnitt.

### Ölnachfrage in Mio. Barrel/Tag



Quelle: IEA, HSH Nordbank

### Konsens bzgl. langfristiger Ölpreise

Verteilung der Bloomberg-Analysten-Prognosen



Quelle: Bloomberg, GS

### Ölpreisprognose in US-Dollar/Barrel

	Brent	WTI	Diff
2-Q 2017	56	55	1
3-Q 2017	58	55	3
4-Q 2017	53	50	3
1-Q 2018	48	45	3
2-Q 2018	46	43	3
3-Q 2018	44	41	3
4-Q 2018	46	43	3

Quelle: HSH Nordbank

### Berichtszeitraum

Beginn: 01.01.2015, Ende: 12.05.2017

# Fokus Nordkorea

## Bekannte Frühjahrsdrohgebärden – oder etwa nicht?

Die USA halten ihr militärisches Frühjahrsmanöver im Südchinesischen Meer mit ihrem Verbündeten Südkorea ab und Nordkorea feiert den 105. Geburtstag des lange verstorbenen Staatsgründers Kim Il-Sung (1912 – 1994) mit Militärparaden und Zurschaustellung von Raketen. Die Welt hält den Atem an. Alles beim Alten also – oder etwa nicht? Nein, denn die jüngsten Raketentests des Diktators Kim Jong-un und die Androhung eines sechsten Atomwaffentests (der letzte war im September 2016), lassen einen exzentrischen US-Präsidenten wie Donald Trump nicht abwartend zusehen, sodass kurzerhand ein Flugzeugträger des US-Militärs an die koreanische Halbinsel verlegt wird. Die Angst, dass die nordkoreanischen Langstreckenraketen bald in der Lage sein könnten die Westküste der USA zu erreichen, verbreitet Unruhe in den Vereinigten Staaten, wobei in den Medien bereits die Absicht eines „Präventivschlages“ herbeigeredet wird. Sind das noch Drohgebärden?

## Das Bündnis von Nordkorea und China...

Zu Beginn des Koreakrieges (1950-1953) rückten nordkoreanische Truppen zügig in den Süden vor und nahmen weite Teile ein. Als die Amerikaner jedoch zur Unterstützung Südkoreas kamen, schaltete sich auch die chinesische Regierung ein. Es begann ein Krieg, der etwa vier Millionen Zivilisten forderte und mit der Errichtung einer entmilitarisierten Zone endete. Seitdem wird in China - trotz massiver Opfer auf eigener Seite - der Koreakrieg als siegreiche Intervention gegen den Westen angesehen. Während sich seit dem Zweiten Weltkrieg Japan und Südkorea am Westen orientieren und stets in Furcht vor einem Militärschlag ihres nicht einschätzbaren Nachbarn leben, gilt China als Verbündeter und engster Handelspartner. So beträgt der Anteil Chinas am nordkoreanischen Außenhandel um die 80-90 %. Weiterhin bezieht Nordkorea 90 % seiner Energieversorgung aus China und ist daher wirtschaftlich, wie auch strukturell hochgradig abhängig von der Volksrepublik. Bei einer solchen Dependenz sollte man meinen, dass Nordkorea sich auf Anweisungen aus Peking hält, dies war in der Vergangenheit und ist besonders in der Gegenwart jedoch nicht der Fall.

## ... bekommt Risse

China spricht sich seit Jahren gegen das Atomwaffenprojekt seines „kleinen Bruders“ aus, der jedoch unbeirrt an seinem Kurs festhält und in einer sturen, unbeeindruckten Art und Weise versucht, Stärke und Macht zu demonstrieren. Eine Macht, die auf Abschreckung ausgelegt ist und seine Legitimation im Besitz und Gebrauch von Atomwaffentechnologie findet. Die chinesische Regierung lässt sich dies allerdings seit kurzem nicht mehr gefallen und hat nach dem Vorbild der UN Sanktionen verhängt: Schon seit Februar stoppt China sämtliche Kohleimporte aus Nordkorea und sorgt somit dafür, dass dem Land eine ihrer wichtigsten Einnahmequellen verloren geht. Peking fordert zudem eine diplomatische Lösung des Konfliktes zwischen Nordkorea und den USA, stellt sich aber zunehmend auf die Seite des Westens. Die Beziehung zwischen den beiden Ländern hat einen Tiefpunkt erreicht und jüngste Drohungen der nordkoreanischen Staatsmedien gegen China erwecken nicht den Anschein, als sei eine Besserung in Sicht. Ein militärischer Präventivschlag seitens der Vereinigten Staaten wäre jedoch aufgrund von diversen Faktoren nicht im Interesse der Volksrepublik, die Nordkorea bereits als „latenten Feind“ anzusehen scheint.

## China braucht ein stabiles Nordkorea

Ein Militärschlag Amerikas wäre ein Szenario, das man sich nicht ausmalen möchte, die Volksrepublik China aber offenbar bereits ins Kalkül mit einbezieht. Angeblich verlegte die chinesische Regierung Mitte April bereits 150.000 Soldaten an die Grenze zu Nordkorea um im Falle eines Versagens der Kontrollme-

Simon Finke  
Gast-Researcher

### Die Kim-Diktatur

- Kim Il-sung (1912 – 1994)  
Diktator von 1948 – 1994
- Kim Jong-il (1942 – 2011)  
Diktator von 1994 – 2011
- Kim Jong-un (1984 – )  
Diktator seit 2011

### Bisherige Atomwaffentests Nordkoreas

- 1.) 09. Oktober 2006
- 2.) 25. Mai 2009
- 3.) 12. Februar 2013
- 4.) 06. Januar 2016
- 5.) 09. September 2016



chanismen eine entstehende Flüchtlingskrise koordinieren zu können. Würde das Szenario eines Zusammenbrechens Nordkoreas wahr werden, würden in der Folge zur Stabilisierung des Landes US-Soldaten an der Grenze zu China stationiert werden. Die USA hat bereits seit 1957 Soldaten in Südkorea, zurzeit etwa 30.000. Das US-Militär an der Grenze zu China wäre ein Ergebnis, dass in Peking auf wenig Zustimmung treffen dürfte, da sie Nordkorea sicherlich als „Pufferstaat“ erhalten möchten. Deshalb dürfte China weiterhin im Hinblick auf Sanktionsvorhaben der UN zurückhaltend agieren und die Notwendigkeit von diplomatischem Entgegenkommen betonen. Trumps Aussage, dass eine militärische Lösung nicht auszuschließen – eine nicht-militärische jedoch favorisiert – sei, sollte daher in China zu weiterem Bestreben zur Minderung des Konfliktpotenzials sorgen.

### Japan und Südkorea träfe es zuerst

Die US-Verbündeten Südkorea und Japan, welche sich in unmittelbarer Reichweite nordkoreanischer Raketen befinden und kontinuierlich Drohungen ausgesetzt sind, bereiten sich inzwischen auf den schlimmstmöglichen Fall vor. Beide Staaten wären jedoch vermutlich machtlos und würden unermesslichen Schaden erleiden, sollte Kim Jong-un einen direkten Angriff wirklich ausüben. Japan, das Nordkorea im zweiten Weltkrieg noch als Japanisches Kaiserreich besetzte, bekam in der Vergangenheit bereits mehrmals gezeigt, dass Nordkorea auf Worte auch Taten folgen lässt. So wurden bereits mehrmals Testraketen in Richtung des Landes der aufgehenden Sonne geschossen, diese erreichten bisher jedoch noch nie das Festland, sollten es aber wohl auch nicht. Am 03. Mai stürzten mehrere ballistische Raketen allerdings innerhalb der japanischen 200-Meilen-Zone ins Meer, worauf der japanischen Regierungschef Shinzo Abe die aktuelle Lage als „Bedrohung“ betitelte und sich noch näher an die Seite der USA positionierte. Während das bislang größte japanische Kriegsschiff „Izumo“ zur Unterstützung des US-Militärs ausgesendet wurde, hört man erschreckend wenig Stimmen aus dem Land, welches am nächsten liegt: Südkorea.

### Südkoreas „Sunshine Policy“

Das politische Vakuum, das durch die Absetzung der ehemaligen konservativen Präsidentin Park Geun-hye aufgrund von Korruptionsvorwürfen entstanden ist, führte im aktuellen Konflikt zu einer gewissen Sprachlosigkeit. Der jüngst gewählte Regierungschef Moon Jae-in kritisiert unterdessen das von den US-Amerikanern in Südkorea installierte Raketenabwehrsystem THAAD und gilt als Befürworter des Dialoges mit Nordkorea. Wie bereits vorherige liberale Präsidenten ist Moon ein Befürworter der „Sunshine Policy“, welche sich zwischen 1998 bis 2008 für eine friedliche Koexistenz Nord- und Südkoreas sowie eine Verbesserung der gemeinsamen Beziehungen als Ziel einsetzte. Es scheint allerdings, als habe man sich in Südkorea an die Drohungen des nördlich gelegenen Nachbarn gewohnt – an den militärischen Tatendrang eines schwer einzuschätzenden US-Präsidenten jedoch noch nicht. So werden nordkoreanische Rakentests seit Jahren mit einem beiläufigen Schulterzucken wahrgenommen, Reaktionen der USA (wie die Verlegung des Flugzeugträgers vor die koreanische Halbinsel) jedoch weit kritischer gesehen. Durch das militärische Einschalten der USA in den Nordkoreakonflikt hat sich die altbekannte Situation verändert. Es bleibt abzuwarten, ob es eine positive Veränderung wird.

### Die 1.416 Kilometer lange Grenze zu China



#### Terminal High Altitude Area Defense (THAAD)

- Raketenabwehrsystem der US-Armee gegen ballistische Raketen.
- Am 07. Juli 2016 gab das südkoreanische Verteidigungsministerium die Zusage, dass die USA die THAAD in Südkorea stationieren dürfe.
- US-Präsident Donald Trump fordert von Südkorea eine Milliarde US-Dollar für die Installation, was von der südkoreanischen Gesellschaft sehr kritisch betrachtet wird.
- Es gibt Zweifel am technischen, wie auch politischen Nutzen der THAAD.

#### Moon Jae-in (24.01.1953 – )

- Neuer südkoreanischer Regierungschef seit dem 09. Mai.
- Verfolger der „Sunshine Policy“ (1998 – 2008), die Provokationen Nordkoreas keineswegs toleriert aber eine Verbesserung der Beziehungen sowie ein Abklingen des Konfliktes herbeiführen will. Untergräbt außerdem nicht die Souveränität der nordkoreanischen Regierung.
- Moon sprach sich früher jedoch für eine friedvolle Wiedervereinigung Nord- und Südkoreas aus.

# Konjunkturdatenüberblick Vereinigte Staaten

Monatliche Konjunkturindikatoren USA								
Konjunktur	Nov/ 16	Dez/ 16	Jan/ 17	Feb/ 17	Mrz/ 17	Apr/ 17	Mai/ 17	nächste Veröff.
ISM-Index Verarbeitendes Gewerbe	53,5	54,5	56,0	57,7	57,2	54,8		6/1/2017
ISM-Index Dienstleistungsgewerbe	56,2	56,6	56,5	57,6	55,2	57,5		6/5/2017
Industrieproduktion (M/M %, real)	-0,2	0,8	-0,3	0,1	0,6			5/16/2017
Kapazitätsauslastung (%)	75,5	76,0	75,7	75,7	76,1			5/16/2017
Auftragseingänge langlebiger Wirtschaftsgüter (M/M, nominal)	-4,7	-0,9	2,4	2,4	0,9			5/26/2017
- ex Transport (M/M %, nominal)	1,1	0,9	0,3	0,8	0,0			5/26/2017
<b>Konsum</b>								
Einzelhandelsumsätze (M/M %, nominal)	0,1	0,9	0,5	-0,2	0,1	0,4		5/12/2017
- ex Autos (M/M %, nominal)	0,2	0,3	1,1	0,1	0,3	0,3		5/12/2017
Einzelhandelsumsätze (J/J %, nominal)	3,7	4,0	5,6	4,7	4,8	4,5		k.A.
- ex Autos (J/J %, nominal)	3,6	3,2	5,4	5,0	4,9	4,5		5/12/2017
Persönliche Einkommen (M/M %, nominal)	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2			5/30/2017
Private Konsumausgaben (M/M %, nominal)	0,3	0,6	0,2	0,0	0,0			5/30/2017
Private Konsumausgaben (M/M %, real)	0,2	0,4	-0,3	-0,1	0,3			5/30/2017
Verbrauchervertrauensindex der Universität Michigan	93,8	98,2	98,5	96,3	96,9	97,0	97,7	5/12/2017
<b>Regionale Konjunkturindikatoren</b>								
Empire Manufacturing Index	2,2	7,6	6,5	18,7	16,4	5,2		5/15/2017
Philadelphia Fed. Index	8,7	19,7	23,6	43,3	32,8	22,0		5/18/2017
Chicago Einkaufsmanagerindex	57,2	53,9	50,3	57,4	57,7	58,3		5/31/2017
<b>Inflation</b>								
Verbraucherpreisindex (M/M %)	0,2	0,3	0,6	0,1	-0,3	0,2		5/12/2017
- ex Nahrungsmittel und Energie (M/M %)	0,2	0,2	0,3	0,2	-0,1	0,1		5/12/2017
Verbraucherpreisindex (J/J %)	1,7	2,1	2,5	2,7	2,4	2,2		5/12/2017
- ex Nahrungsmittel und Energie (J/J %)	2,1	2,2	2,3	2,2	2,0	1,9		5/12/2017
PCE Deflator (J/J %)	1,3	1,6	1,9	2,1	1,8			5/30/2017
PCE Kernrate (M/M %)	0,0	0,1	0,3	0,2	-0,1			5/30/2017
PCE Kernrate (J/J %)	1,7	1,7	1,8	1,8	1,6			5/30/2017
Erzeugerpreisindex (M/M %)	-0,1	0,6	1,1	0,1	-0,2	0,6		6/13/2017
Erzeugerpreisindex (J/J %)	0,4	1,9	3,0	3,7	3,7	3,9		6/13/2017
ISM-Index verarb. Gew. Subkomponente bezahlte Preise	54,5	65,5	69,0	68,0	70,5	68,5		6/1/2017
ISM-Index Dienstl. bezahlte Preise	55,6	56,1	59,0	57,7	53,5	57,6		6/5/2017
<b>Arbeitsmarkt</b>								
Beschäftigungsveränderung ex Agrar (Tsd.)	164	155	216	232	79	211		6/2/2017
Beschäftigungsveränderung (Tsd., Haushaltsumfrage)		59	-229	444	403	52		6/2/2017
Partizipationsrate (%)	62,6	62,7	62,9	63,0	63,0	62,9		6/2/2017
ISM-Index verarb. Gew. Subkomponente Beschäftigung	52,5	52,8	56,1	54,2	58,9	52,0		6/1/2017
ISM-Index Dienstl. Beschäftigung	55,2	52,7	54,7	55,2	51,6	51,4		6/5/2017
Arbeitslosenrate (%)	4,6	4,7	4,8	4,7	4,5	4,4		6/2/2017
Erstanträge Arbeitslosenunterstützung (Tsd., 4-Wochen-Durchschn.)	258	253	254	245	238	238	234	5/18/2017
Durchschnittliche Stundenlöhne (M/M %)	0,1	0,3	0,1	0,1	0,2	0,3		6/2/2017
Durchschnittliche Wochenarbeitszeit (Stunden)	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6	33,7		6/2/2017
<b>Immobilienmarkt</b>								
NAHB Häusermarktindex	63	69	67	65	71	68		5/15/2017
S&P/Case-Shiller Häuserpreisindex (J/J %)	5,1	5,4	5,7	5,9				5/30/2017
Verkäufe neuer Häuser (J/J %)	12,8	2,4	11,2	11,8	15,6			5/23/2017
Schwebende Hausverkäufe (J/J %)	1,4	-2,0	2,7	-2,4	0,5			5/31/2017
Schwebende Hausverkäufe (M/M %)	1,5	-0,2	0,8	1,8	-0,2			6/1/2017
Baubeginne (Tsd., annualisiert)	1149	1275	1241	1303	1215			5/16/2017
Baugenehmigungen (Tsd., annualisiert)	1212	1228	1293	1216	1267			5/16/2017
<b>Aussenwirtschaft</b>								
Reale Güterexporte (M/M %)	-1,0	3,5	0,5	0,2	-1,5			
Reale Güterimporte (M/M %)	1,2	1,3	1,9	-2,6	-1,0			
Handelsbilanz (Mrd. USD)	-45,5	-44,3	-48,2	-43,8	-43,7			6/2/2017
Nettowertpapierabsatz ans Ausland (Mrd. USD)	35,8	-14,1	5,9	53,4				5/15/2017
<b>Öffentlicher Sektor</b>								
Haushaltsdefizit in % des BIP	-3,0	-3,1	-3,1	-3,1	-3,4			6/12/2017
Öffentliche Verschuldung in % des BIP	104,9	105,1	104,9	105,0	104,4	104,4		k.A.
<b>Vierteljährliche Konjunkturindikatoren USA</b>								
<b>BIP (Q/Q %, annualisiert, real)</b>	<b>Q3/15</b>	<b>Q4/15</b>	<b>Q1/16</b>	<b>Q2/16</b>	<b>Q3/16</b>	<b>Q4/16</b>	<b>Q1/17</b>	<b>nächste Veröff.</b>
Bruttoinlandsprodukt	2,0	0,9	0,8	1,4	3,5	2,1	0,7	5/26/2017
Private Konsumausgaben	2,7	2,3	1,6	4,3	3,0	3,5	0,3	5/26/2017
private Bruttoinvestitionen	2,0	-2,3	-3,3	-7,9	3,0	9,4	4,3	5/26/2017
Investitionen ohne Wohnungsbau und Lagerveränderung	3,9	-3,3	-3,4	1,0	1,4	0,9	9,4	5/26/2017
Wohnungsbauinvestitionen	3,9	11,5	7,8	-7,8	-4,1	9,6	13,7	5/26/2017
Veränderung Lagerhaltung (Mrd. USD)	70,9	56,9	40,7	-9,5	7,1	49,6	10,3	5/26/2017
Exporte	-2,8	-2,7	-0,7	1,8	10,0	-4,5	5,8	5/26/2017
Importe	1,1	0,7	-0,6	0,2	2,2	8,9	4,1	5/26/2017
Staatsausgaben	1,9	1,0	1,6	-1,7	0,8	0,2	-1,7	5/26/2017
<b>Produktivität (Q/Q %, annualisiert)</b>								
Produktivität der privaten Wirtschaftssektoren	2,2	-2,1	-0,7	-0,3	3,7	2,4	-1,5	6/1/2017
Produktivität außerhalb der Landwirtschaft	1,8	-2,0	-0,7	-0,1	3,3	1,8	-0,6	6/1/2017
<b>Löhne und Gehälter (Q/Q %, annualisiert)</b>								
Private Wirtschaftssektoren		2,9	-1,2	3,2	2,5	0,9	-1,3	6/1/2017
Außerhalb der Landwirtschaft	1,1	3,2	-1,1	3,7	2,2	0,0	-0,8	6/1/2017
Verarbeitendes Gewerbe	2,3	7,5	-5,3	5,1	2,3	1,2	-0,6	6/1/2017
Lohnstückkosten								
Private Wirtschaftssektoren	0,6	5,6	-0,4	6,0	0,6	1,5	3,4	6/1/2017
Verarbeitendes Gewerbe	1,5	9,6	-6,5	8,4	4,7	2,2	2,1	6/1/2017
<b>Zahlungsbilanz</b>								
Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)	-2,5	-2,5	-2,6	-2,7	-2,6	-2,6		k.A.
Leistungsbilanz (Mrd. USD)	-123	-113,4	-133,1	-119,8	-116,0	-112,4		6/20/2017

Anmerkung: M/M- und Q/Q-Daten sind saisonbereinigt, wenn nicht anders angegeben.

Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

# Konjunkturdatenüberblick Eurozone

Monatliche Konjunkturindikatoren Eurozone								
Stimmungsindikatoren	Nov/ 16	Dez/ 16	Jan/ 17	Feb/ 17	Mrz/ 17	Apr/ 17	nächste Veröff.	
Ifo-Index	110,5	111,1	109,9	111,1	112,4	112,9	5/23/2017	
Ifo-Index Lagebeurteilung	115,9	116,7	117,0	118,4	119,5	121,1	5/23/2017	
Ifo-Index (Erwartung)	105,4	105,6	103,3	104,2	105,7	105,2	5/23/2017	
ZEW-Index (Erwartung)	13,8	13,8	16,6	10,4	12,8	19,5	5/16/2017	
Geschäftsklima INSEE Frankreich	102,0	106,0	106,0	107,0	105,0	108,0	5/23/2017	
Konsumvertrauen Eurozone	-6,2	-5,1	-4,8	-6,2	-5,0	-3,6	5/19/2017	
OECD Konj.-Indikator Eurozone	105,1	105,3					k.A.	
PMI-Indikatoren								
PMI-Industrie Deutschland	54,3	55,6	56,4	56,8	58,3	58,2	5/24/2017	
PMI-Industrie Frankreich	51,7	53,5	53,6	52,2	53,3	55,1	5/24/2017	
PMI-Industrie Italien	52,2	53,2	53,0	55,0	55,7	56,2	6/1/2017	
PMI-Industrie Eurozone	53,7	54,9	55,2	55,4	56,2	56,7	5/24/2017	
PMI-Dienstleistungen Deutschland	55,1	54,3	53,4	54,4	55,6	55,4	5/24/2017	
PMI-Dienstleistungen Frankreich	51,6	52,9	54,1	56,4	57,5	56,7	5/24/2017	
PMI-Dienstleistungen Italien	53,3	52,3	52,4	54,1	52,9	56,2	6/6/2017	
PMI-Dienstleistungen Eurozone	53,8	53,7	53,7	55,5	56,0	56,4	5/24/2017	
Industrie								
Aufträge Industrie Deutschland (M/M %)	-1,9	6,1	-6,7	3,5	1,0		6/7/2017	
Aufträge Industrie Deutschland (J/J %)	1,6	8,4	0,0	4,7	2,3		6/7/2017	
Industrieproduktion Deutschland (M/M %)	0,5	-1,8	1,3	1,8	-0,4		6/8/2017	
Industrieproduktion Deutschland (J/J %)	2,5	0,0	-0,4	2,0	1,9		6/8/2017	
Industrieproduktion Eurozone (M/M %)	1,7	-1,0	0,2	-0,1	-0,1		5/12/2017	
Industrieproduktion Eurozone (J/J %)	3,4	2,7	0,4	1,4	1,9		5/12/2017	
Konsum								
Einzelhandelsumsätze Deutschland (M/M %)	-0,5	0,5	-1,0	1,1	0,1		k.A.	
Einzelhandelsumsätze Deutschland (J/J %)	1,2	1,0	-0,3	1,2	2,1		k.A.	
Einzelhandelsumsätze Eurozone (M/M %)	-0,1	-0,3	0,1	0,5	0,3		6/6/2017	
Einzelhandelsumsätze Eurozone (J/J %)	2,7	1,5	1,6	1,7	2,3		6/6/2017	
Autozulassungen Eurozone (J/J %)	5,2	2,1	10,9	1,0	11,5		k.A.	
Inflation								
Inflation Deutschland HVPI M/M nsb	0,0	1,0	-0,8	0,7	0,1	0,0	5/12/2017	
Inflation Deutschland HVPI J/J	0,7	1,7	1,9	2,2	1,5	2,0	5/12/2017	
Inflation Eurozone HVPI M/M nsb	-0,1	0,5	-0,8	0,4	0,8	0,4	5/17/2017	
Inflation Eurozone HVPI J/J	0,6	1,1	1,8	2,0	1,5	1,9	5/17/2017	
Inflation Eurozone Kernrate M/M	-0,2	0,4	-1,7	0,4	1,4	0,5	5/17/2017	
Inflation Eurozone Kernrate J/J	0,8	0,9	0,9	0,9	0,7	1,2	5/17/2017	
Geldmenge M3 Eurozone J/J	4,7	5,0	4,8	4,7	5,3		5/29/2017	
Arbeitsmarkt								
Arbeitslosenrate Deutschland	6,0	6,0	5,9	5,9	5,8	5,8	5/31/2017	
Arbeitslosenrate Eurozone	9,7	9,6	9,6	9,5	9,5		5/31/2017	
Außenwirtschaft (J/J %)								
Exporte Deutschland	4,3	3,3	5,8	6,1	4,7			
Exporte Frankreich	1,4	7,1	-2,6	-0,6	9,3			
Exporte Italien	2,5	8,5	10,2	5,1				
Exporte Spanien	8,5	2,9	17,4	8,3				
Vierteljährliche BIP-Zahlen und Komponenten Eurozone								
BIP (Q/Q %)	Q3/15	Q4/15	Q1/16	Q2/16	Q3/16	Q4/16	Q1/17	nächste Veröff.
Eurozone	0,3	0,4	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	5/16/2017
Deutschland	0,2	0,4	0,7	0,5	0,1	0,4		
Frankreich	0,4	0,2	0,6	-0,1	0,2	0,5	0,3	
Italien	0,1	0,2	0,4	0,1	0,3	0,2		
Konsum								
Eurozone	0,4	0,4	0,7	0,4	0,3	0,5		6/7/2017
Deutschland	0,6	0,4	0,7	0,2	0,2	0,3		
Frankreich	0,6	0,0	1,2	0,2	0,1	0,6	0,1	
Italien	0,6	0,3	0,2	0,5	0,2	0,1		
Investitionen								
Eurozone	1,1	0,7	0,8	1,1	-0,2	3,3		6/7/2017
Deutschland	0,1	1,6	1,8	-1,5	-0,2	0,8		
Frankreich	0,8	1,2	1,1	0,1	0,2	0,6	0,9	
Italien	0,4	0,5	1,0	0,4	1,5	1,3		
Staatsausgaben								
Eurozone	0,5	0,5	0,7	0,3	0,1	0,5		6/7/2017
Deutschland	1,1	1,3	1,3	0,9	0,2	0,8		
Frankreich	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	
Italien	0,1	-0,1	0,9	-0,3	-0,2	0,6		
Exporte								
Eurozone	0,2	0,7	0,3	1,3	0,4	1,8		k.A.
Deutschland	0,0	-0,7	1,4	1,2	-0,3	1,8		
Frankreich	-0,4	0,6	-0,2	-0,1	0,8	1,4	-0,7	
Italien	-1,2	1,7	-0,7	2,2	0,3	1,9		
Importe								
Eurozone	1,2	1,4	-0,1	1,5	0,1	3,9		k.A.
Deutschland	1,1	0,6	1,4	0,1	0,4	3,1		
Frankreich	1,5	2,4	0,5	-1,5	2,6	0,8	1,5	
Italien	0,0	1,6	-1,1	2,2	1,0	2,2		

Anmerkung: M/M- und Q/Q-Daten sind saisonbereinigt, wenn nicht anders angegeben.

Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank

# Konjunkturdatenüberblick China

Monatliche Konjunkturindikatoren China								
Stimmungsindizes / Frühindikatoren	Nov/ 16	Dez/ 16	Jan/ 17	Feb/ 17	Mrz/ 17	Apr/ 17	Mai/ 17	nächste Veröff.
Monatliche BIP-Schätzung	7,0	7,0	6,8	7,0	7,6			k.A.
PMI Industrie (Offiziell)	51,7	51,4	51,3	51,6	51,8	51,2		5/31/2017
PMI Industrie (Caixin)	50,9	51,9	51,0	51,7	51,2	50,3		6/1/2017
PMI Dienstleistungen (Offiziell)	54,7	54,5	54,6	54,2	55,1	54,0		5/31/2017
PMI Composite (Caixin)	52,9	53,5	52,2	52,6	52,1	51,2		6/5/2017
Wirtschaftlicher Frühindikator	100,0	99,8	99,7	99,5				k.A.
<b>Industrieproduktion und Investitionen</b>								
Industrieproduktion (J/J %)	6,2	6,0			7,6			5/15/2017
Kumul. Industrieproduktion (J/J %)	6,0	6,0		6,3	6,8			5/15/2017
Sachanlageninvestition, Städte, kum. (J/J %)	8,3	8,1		8,9	9,2			5/15/2017
Neuaufträge PMI (sb)	53,2	53,2	52,8	53,0	53,3	52,3		5/31/2017
Neue Exportaufträge PMI (sb)	50,3	50,1	50,3	50,8	51,0	50,6		5/31/2017
Auftragsrückstand PMI (sb)	46,7	46,2	46,3	46,0	46,1	45,0		5/31/2017
<b>Konsum</b>								
Einzelhandelsumsatz (J/J %)	10,8	10,9			10,9			5/15/2017
Einzelhandelsumsatz, kumul. (J/J %)	10,4	10,4		9,5	10,0			5/15/2017
Verbrauchervertrauensindex	108,6	108,4	109,2	112,6				k.A.
<b>Inflation</b>								
Verbraucherpreisindex (J/J %)	2,3	2,1	2,5	0,8	0,9	1,2		6/9/2017
Einzelhandelspreisindex (J/J %)	1,5	1,5	1,9	0,7	0,7	0,9		k.A.
Index: Industrieproduktpreise (J/J %)	3,3	5,5	6,9	7,8	7,6	6,4		6/9/2017
Einkaufspreise Rohmaterialien (J/J %)	3,5	6,3	8,4	9,9	10,0	9,0		6/9/2017
Großhandelspreise (J/J %)	4,5	6,8	8,5	9,3				k.A.
<b>Arbeitsmarkt</b>								
China Employment PMI SA	49,2	48,9	49,2	49,7	50,0	49,2		5/31/2017
China Non-Manufacturing PMI -	50,6	50,0	49,8	49,7	49,1	49,5		5/31/2017
<b>Immobilienmarkt</b>								
Wohnimmobilienpreise (ungew. Durchschnitt 70 Städte, J/J %)	7,9	7,9	8,0	7,9	7,8			5/18/2017
Investitionen in Immobilien (J/J %)	5,6	5,7		7,9	7,9			k.A.
Fixed asset investment real estate (J/J %)	6,5	6,8		7,1	6,8			k.A.
<b>Außenwirtschaft</b>								
Handelsbilanz (Mrd. USD)	43,1	39,7	50,9	-9,3	23,9	38,1		6/8/2017
Exporte (Mrd. USD)	193,6	209,2	182,3	119,8	180,6	180,0		6/8/2017
Importe (Mrd. USD)	150,5	169,5	131,4	129,1	156,7	142,0		6/8/2017
Exporte (J/J %)	-1,5	-6,2	7,6	-1,5	16,4	8,0		6/8/2017
Importe (J/J %)	5,5	3,1	16,8	38,0	20,3	11,9		6/8/2017
<b>Öffentliche Finanzen</b>								
Staatseinnahmen (J/J)	3,6	-8,0	17,7	10,0	12,2	8,1		k.A.
Staatsausgaben (J/J)	12,4	-13,9	37,5	-1,0	25,4	4,0		k.A.
<b>Geldpolitik / Kreditvergabe / Währungsreserven</b>								
1 Jahres Benchmark lending rate	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	k.A.
Geldmenge M2 (J/J %)	11,4	11,3	11,3	11,1	10,6	10,5		5/12/2017
Regulierter Mindestreservensatz (%)	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	k.A.
Offizielle Devisenreserven der Zentralbank (Mrd. USD)	3052	3011	2998	3005	3009	3030		6/7/2017
Offizielle Devisenreserven der Zentralbank (J/J %)	-13,4	-12,4	-10,0	-7,0	-6,0	-5,7		6/7/2017
Kreditvergabe durch Banken (J/J %)	13,1	13,5	12,6	13,0	12,4	12,9		5/12/2017
Kreditvergabe, ges. ausstehend (Mrd. CNY)	105560	106604	108637	109802	110826	111920		5/12/2017
<b>Finanzsektor</b>								
3-Monate SHIBOR (%)	3,0	3,3	3,9	4,3	4,4	4,3	4,4	k.A.
3-Monate CHIBOR (%)	4,0	3,3	4,6	4,6	4,5	4,5	4,7	k.A.
CNY/USD Wechselkurs	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	k.A.
<b>Vierteljährliche Konjunkturindikatoren China</b>								
	Sep/ 15	Dez/ 15	Mrz/ 16	Jun/ 16	Sep/ 16	Dez/ 16	Mrz/ 17	nächste Veröff.
BIP (J/J %)	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	6,8	6,9	7/17/2017
BIP (Q/Q %)	1,8	1,5	1,3	1,9	1,8	1,7	1,3	7/17/2017
BIP Q/Q annualisiert	7,4	6,1	5,3	7,8	7,4	7,0	5,3	7/17/2017
Arbeitslosenquote (%)	4,1	4,1	4,0	4,1	4,0	4,0		k.A.
Arbeitskräfte in Städten (Mio.)								6/29/2017
Saldo der Leistungsbilanz (Mrd. USD)	220,3	304,2	45,2	110,3	184,6	196,4	19,0	k.A.

Anmerkung: M/M- und Q/Q-Daten sind saisonbereinigt, wenn nicht anders angegeben.

Quelle: Bloomberg Quellen: Bloomberg, HSH Nordbank

# Glossar

ABS	Asset Backed Securities (ABS) sind forderungsbesicherte Wertpapiere.
Annualisierte Rate	Annualisierte Rate bezieht sich auf die Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts (BIP). In Europa wird das Wirtschaftswachstum gegenüber dem Vorquartal gemessen, indem das BIP eines Quartals mit dem BIP des Vorquartals verglichen wird. In den USA geschieht dies ebenfalls, die Rate wird dann aber annualisiert, d.h. es wird so getan, als ob das Wirtschaftswachstum vier Quartale hintereinander mit dieser Rate wächst. Rechnerisch geschieht dies mit der folgenden Formel: Annualisierte Rate = $(1 + \text{Wachstumsrate})^4 - 1$ .
Bad Bank	Eine Bad Bank, auch Abwicklungsbank oder Abwicklungsanstalt, ist ein gesondertes Institut zur Aufnahme von notleidenden Krediten sanierungsbedürftiger Banken. Bad Banks werden in der Regel vom Staat gestützt.
Baker Hughes	Baker Hughes ist eines der führenden Erdöl-Service Unternehmen weltweit. Baker Hughes stellt Produkte und Dienstleistungen für das Aufsuchen, Auswerten, bohrtechnische Erschließen sowie für die kommerzielle Nutzung zur Verfügung.
Barrel	1 Barrel (oder Fass) entspricht 159 Liter. Im Zusammenhang mit Erdöl wird dieser Begriff häufig verwendet. Der Preis von Öl wird in USD/Barrel ausgedrückt.
Basispunkt	Zinssatz-Einheit, 100 Basispunkte entsprechen einem Prozentpunkt, d.h. 25 Basispunkte sind 0,25 %. Basispunkt wird mit „bp“ abgekürzt.
Beigebook	Ein Konjunkturbericht der zwölf Zentralbankbezirke der USA.
Benchmarkanleihe	Benchmarkanleihen sind Anleihen, deren Emissionsvolumen größer als 500 Millionen Euro sind.
BIP	Das Bruttoinlandsprodukt (BIP; engl. gross domestic product (GDP)) ist eine wichtige Kennzahl der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung. Sie gibt den Gesamtwert der innerhalb einer Periode in einem Land hergestellten Güter und Dienstleistungen zu aktuellen Preisen nach Abzug aller Vorleistungen an.
BoE	Bank of England (Zentralbank Großbritanniens)
Bremain	Bremain ist ein Wortspiel (engl. für Britain und Remain), das das mögliche Verbleiben Großbritanniens aus der Europäischen Union beschreibt (in Anlehnung an Brexit).
Brent	Brent ist eine aus der Nordsee stammende Ölsorte und wird an der Warenterminbörse ICE Futures in London gehandelt. Die US-amerikanische Sorte WTI und Brent sind besonders stark gehandelte Ölsorten und dienen als Grundlage für die Berechnung von Öl-Futures
Brexit	Brexit ist ein Wortspiel (engl. für Britain und Exit), das das mögliche Ausscheiden Großbritanniens aus der Europäischen Union beschreibt (in Anlehnung an den Grexit).
Bunds	Bunds sind deutsche Staatsanleihen, die mit zehn- oder 30-jähriger Laufzeit begeben werden. Im allgemeinen Sprachgebrauch wird auch von zweijährigen und fünfjährigen Bunds gesprochen.
Carry-Trade	Die Aufnahme von Kredit in einem Währungsraum, in dem das allgemeine Zinsniveau niedrig ist, zur Anlage in einem Währungsraum mit höherem Zinsniveau. Typischerweise wird der niedrigverzinsten Yen als Carry-Trade-Währung genutzt.
Cashflow	Der Cashflow eines Unternehmens bildet die Liquiditätssituation eines Unternehmens ab. Dabei spricht man bei einem Nettozufluss von liquiden Mitteln von einem positiven Cashflow und bei einem Nettoabfluss von liquiden Mitteln von einem negativen Cashflow.
Conference Board	Das Conference Board ist eine unabhängige, global agierende wissenschaftliche Organisation aus den USA, die verschiedene Konjunkturindikatoren publiziert.
Covered Bond Spread / Midswap	Spread ist der Zinsaufschlag auf einen Referenzzinssatz (Midswap).
Covered Bonds	Covered Bonds sind gedeckte Schuldverschreibungen. Besondere Eigenschaft ist der zweifache Schutz der Anleger durch einerseits Haftung des ausgebenden Finanzinstituts (meist einer Bank) und andererseits Deckung durch einen speziellen Sicherheitenpool, häufig bestehend aus erstklassigen Hypotheken oder Anleihen des öffentlichen Sektors, auf die die Anleger bevorrechtigt zugreifen können. Deutsche Pfandbriefe (siehe Pfandbriefe) sind in diesem Sinne Covered Bonds. Jedoch sind Covered Bonds, die nicht aus Deutschland stammen und daher nicht unter das Pfandbriefgesetz fallen, keine Pfandbriefe. Der Begriff „Covered Bond“ ist kein geschützter Begriff.
CPI	Siehe Verbraucherpreisindex.
Credit Default Swap (CDS)	Ein Credit Default Swap (CDS) ist ein Finanzkontrakt, den zwei Vertragspartner miteinander abschließen und mit dem Ausfallrisiken gehandelt werden. Der eine Vertragspartner, der sogenannte Sicherungsgeber, sichert die Auszahlung einer Versicherungssumme zu, wenn der dem Kontrakt zugrundeliegende Anleiheschuldner ausfällt. Für diese Absicherung zahlt der Sicherungsnehmer dem Sicherungsgeber eine Prämie.
DAX	Der DAX (oder DAX 30), ist ein Aktienindex, der 30 große börsenorientierte Unternehmen Deutschlands beinhaltet. Beim DAX handelt es sich um einen Performanceindex, das heißt bei der Abbildung des Wertes werden neben dem Kursverlauf auch die von den beinhalteten Unternehmen ausgeschütteten Gewinne berücksichtigt.
Denominiert	Beispielsweise kann ein Wertpapier in Euro denominiert sein. D.h. der Emissionsbetrag und der Coupon dieses Wertpapiers sind in Euro ausgedrückt und die Zahlungen erfolgen in Euro.
Default	Zahlungsverzug. Wenn ein Unternehmen im Default ist, bedeutet dies, dass das Unternehmen seinen Schuldendienst nicht mehr vertragsgemäß bedient, weil er beispielsweise eine Tilgung nicht geleistet hat.
Dividenden-Rendite	Dividende pro Aktie geteilt durch den Marktpreis einer Aktie, oder die Summe aller ausgezahlten Dividenden geteilt durch den gesamten Marktwert, in der Regel in Prozent ausgedrückt
Debt-Equity Programm	Auch Debt-Equity Swap genannt, bezeichnet eine Transaktion, bei der eine Forderung eines Gläubigers gegenüber einem Schuldnerunternehmen gegen eine entsprechenden Beteiligung getauscht wird, so dass die Forderung erlischt.
„Dovish“	Eine „dovish“ (dove engl. für Taube) Geldpolitik ist eine, im Hinblick auf Leitzinserhöhungen, sehr vorsichtige Geldpolitik.
Dow Jones	Der Dow Jones (auch Dow Jones Industrial Average) ist ein Aktienindex, der 30 der größten Unternehmen der Vereinigten Staaten von Amerika beinhaltet. Bei dem Dow Jones handelt es sich um einen Kursindex, was bedeutet, dass dieser ausschließlich den Kursverlauf der enthaltenen Aktien abbildet. Er ist der älteste US-amerikanische Aktienindex und bildet viele ältere, traditionsreiche Unternehmen ab.
EBA	European Banking Authority – Europäische Bankenaufsichtsbehörde
EIA	Energy Information Administration – ist das Amt für Energiestatistik im Energieministerium der Vereinigten Staaten
Einlagezinssatz	Von Geschäftsbanken kurzfristig nicht benötigtes Geld kann zum Einlagezinssatz bei der Zentralbank angelegt werden.
ELA-Kredite	Notfallkredite der nationalen Notenbanken der Eurozone an den heimischen Bankensektor, die von der EZB genehmigt werden müssen.
Emissionskonsortium	Bildung einer vorübergehenden Gemeinschaft, insb. von Banken, mit dem Ziel, eine Wertpapiermission (Wertpapierplatzierung an der Börse) unterzubringen.
EU	Europäische Union
Euribor	Die „Euro Interbank Offered Rate“ ist der Zinssatz für Termingelder in Euro im Interbankengeschäft. Der Euribor ist für kurzfristige bzw. für variabel verzinsten Kredite und Anleihen Verhandlungsbasis (Banken verlangen den jeweiligen Euribor + x Basispunkte).
Eurobond	(Euromarkt-Anleihe). Eurobonds sind Anleihen mittlerer und längerer Laufzeit, die für den internationalen Kapitalmarkt (Euromarkt) platziert werden und von einem anderen Land emittiert werden als dem Land, aus dem die Währung stammt, in der sie aufgelegt werden.
Euro Stoxx 50	Der Euro Stoxx 50 (oder Eurostoxx) ist ein Aktienindex, der 50 große börsennotierte Unternehmen der Eurozone beinhaltet. Bei dem Eurostoxx 50 handelt es sich um einen Kursindex, was bedeutet, dass dieser ausschließlich den Kursverlauf der enthaltenen Aktien abbildet.
Eurosystem	Das Eurosystem besteht aus der EZB und den derzeit 19 nationalen Zentralbanken der EU-Staaten, die den Euro als Zahlungsmittel eingeführt haben. Oberstes Entscheidungsgremium ist der EZB-Rat.

EONIA	Der „Euro Overnight Index Average“ ist der Zinssatz, für den sich Banken auf dem Interbankenmarkt im Euroraum über Nacht gegenseitig Geld leihen können (kurzfristige unbesicherte Geldmarktkredite).
Exportquote	Exporte im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt.
EZB	Die Europäische Zentralbank (EZB) ist die Notenbank der Europäischen Währungsunion.
Fed	Das Federal Reserve System (Fed) ist die Notenbank der USA.
Fed Funds Rate	Die Fed Funds Rate ist der Leitzins der US-Notenbank. Es handelt sich hierbei um einen Tagesgeldsatz (Overnight rate bzw. in der wörtlichen Übersetzung Übernachtzinssatz), zu dem sich Banken untereinander Zentralbankgeld leihen und den die US-Notenbank steuert, in dem sie den Banken über Offenmarktgeschäfte Zentralbankgeld auf dem Geldmarkt zu diesem Leitzins zur Verfügung stellt.
Flash-Crash	Starke Bewegung in einem bestimmten Finanzmarktinstrument innerhalb kürzester Zeit. Ursache kann beispielweise eine außergewöhnlich geringe Liquidität in diesem Marktsegment sein. Am 15. Oktober 2014 war ein derartiger Flash-Crash am Markt für zehnjährige T-Notes zu beobachten.
FOMC	Das "Federal Open Market Committee" (dt. Offenmarktausschuss) ist das Gremium der US-Notenbank, das die geld- und währungspolitischen Entscheidungen trifft.
Forward Guidance	Begriff aus der Notenbankpolitik. Mit einer Forward Guidance sollen Marktteilnehmer von der Notenbank auf eine Kursänderung vorbereitet werden, indem die Notenbank erläutert, unter welchen Umständen (beispielsweise wenn die Inflation über 2% steigt oder die Arbeitslosenrate einen bestimmten Wert unterschreitet) sie aktiv wird.
Fracking	Hydraulic Fracturing ist eine Methode zur Erzeugung, Weitung und Stabilisierung von Rissen im Gestein einer Lagerstätte im tiefen Untergrund, mit dem Ziel, die Durchlässigkeit der Lagerstättengesteine zu erhöhen. Dadurch können darin befindliche Gase oder Flüssigkeiten leichter und beständiger zur Bohrung fließen und gewonnen werden.
Futures	Futures sind börslich handelbare Terminkontrakte zwischen zwei Parteien. Im Gegensatz zu Optionen sind sie nicht nur einseitig, sondern sowohl für den Verkäufer (Verpflichtung zur Lieferung) als auch den Käufer (Verpflichtung zur Abnahme) verbindlich. Durch den Kontrakt wird das Underlying, die Menge, der Termin (fixer Zeitpunkt in der Zukunft) und der konkrete, bei Vertragsabschluss festgelegte, Preis geregelt.
Fundamentalwerte	Der Fundamentalwert eines Vermögenstitels soll unabhängig von möglicherweise stark schwankenden Marktbewertungen eine Aussage über den tatsächlichen Wert dieses Titels liefern. Bei Aktien etwa beziehen sich Fundamentalwerte oft auf in der Unternehmensbilanz festgehaltene Werte. Aufgrund der diversen Anwendungsfelder und Berechnungsverfahren gibt es keine eindeutige Zahl des Fundamentalwertes eines Titels.
Generische Rendite	Rechnerische Rendite eines künstlichen Wertpapiers. So spricht man bei der generischen Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen von der Rendite einer 10-jährigen Staatsanleihe, unter der Annahme dass diese zum aktuellen Zeitpunkt emittiert wird. Man tut dies, damit zur Markteinschätzung laufend das Vergleichsmaß der 10-jährigen Rendite existiert, auch wenn nicht immer Staatsanleihen mit einer exakt 10-jährigen Laufzeit auf dem Markt sind.
GfK-Konsumklimaindex	Index, der durch eine regelmäßige Umfrage bei privaten Haushalten erfasst wird und die Konsumneigung der privaten Haushalte widerspiegeln soll.
Greenback	Greenback ist eine alternative Bezeichnung für die US-Währung Dollar.
Grexit	Grexit ist ein Wortspiel (engl. für Greece und Exit), das das mögliche Ausscheiden Griechenlands aus dem Euroraum behandelt.
Hard Bullet-Struktur	Anleihe mit festem Rückzahlungstermin (Standard).
„Hawkish“	Eine „hawkische“ (hawk engl. für Falke) Geldpolitik ist eine in Hinblick auf Leitzinserhöhungen eher aggressive Geldpolitik.
HVPI	Siehe Verbraucherpreisindex.
ifo Geschäftsklimaindex	Der ifo Geschäftsklimaindex (kurz: ifo Index) ist ein Konjunkturindikator für Deutschland, der auf der Basis von Befragungen von rund 7000 Unternehmen vom ifo Institut für Wirtschaftsforschung monatlich ermittelt wird und ein Frühindikator für die wirtschaftliche Entwicklung darstellt. Es gibt zahlreiche Unterindizes für einzelne Branchen.
Importquote	Importe im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt.
Index der Universität of Michigan	Der Index der Universität of Michigan wird durch eine regelmäßige Umfrage bei US-Haushalten erfasst und ist ein Indikator für das Konsumklima.
Investment-Grade	Die Bewertung Investment-Grade wird von Rating-Agenturen für Unternehmen, Wertpapiere oder Kredite mit hoher Bonität vergeben (Rating mindestens BBB-).
ISIN	Jedes am Markt gehandelte Wertpapier hat eine ISIN (International Securities Identification Number oder Wertpapierkennnummer).
ISM-Index	Der ISM-Index ist ein Konjunkturindikator bzw. Geschäftsklimaindex für die USA, der auf der Basis einer Umfrage unter US-Unternehmen monatlich ermittelt wird. Er wird als wichtiger Frühindikator für die wirtschaftliche Entwicklung angesehen. Es gibt den ISM-Index für das Verarbeitende Gewerbe und den ISM-Index für den Dienstleistungssektor. Der ISM wird vom Institute for Supply Management erstellt.
IWF	Der Internationale Währungsfonds (IWF) ist eine Organisation zur Sicherstellung des internationalen Zahlungsverkehrs und zur Bereitstellung von internationalen Reserven zur Liquiditätssicherung.
Jumbo-Anleihe	Der Begriff Jumbo-Anleihe ist kein feststehender Begriff, sondern bezieht sich auf Anleihen mit einem hohen Emissionsvolumen. Üblicherweise werden Anleihen mit einem Volumen von 1 Mrd. Euro oder größer als Jumboanleihen bezeichnet. Vielfach werden aber auch Anleihen im Volumen von 500 Mio. Euro als solche bezeichnet.
Kerninflationsrate	Bei der Kerninflationsrate werden üblicherweise die Preisentwicklungen des Lebensmittel- und Energiesektors nicht mit berücksichtigt, da diese Preiskomponenten meist sehr schwankungsanfällig sind.
KOF-Konjunkturbarometer	Ein Indikator, der angibt, wie sich die Schweizer Konjunktur in der nahen Zukunft entwickeln dürfte.
Kurs-Buchwert-Verhältnis	Kurs einer Aktie geteilt durch den Buchwert des Unternehmens pro Aktie, wobei der Buchwert dem anteiligen bilanziellen Wert des Unternehmens entspricht.
Kurs-Cashflow-Verhältnis	Kurs einer Aktie geteilt durch den Cashflow des Unternehmens pro Aktie, wobei der Cashflow dem Netto-Zu- bzw. -Abfluss an liquiden Mitteln eines Unternehmens entspricht.
Kurs-Erlös-Verhältnis	Kurs einer Aktie geteilt durch den Erlös eines Unternehmens pro Aktie, wobei der Erlös den verkauften Mengen multipliziert mit den jeweiligen Preisen eines Unternehmens entspricht.
Kurs-Gewinn-Verhältnis	Kurs einer Aktie geteilt durch den Gewinn eines Unternehmens pro Aktie, wobei der Gewinn dem bilanziell ausgewiesenen Gewinn entspricht.
Langfristtender (LTRO/TLTRO)	Der Langfristtender ist ein geldpolitisches Instrument der EZB, bei dem die Notenbank den Geschäftsbanken Zentralbankgeld mit einer Laufzeit von drei oder mehr Monaten zur Verfügung stellt. Targeted-LTRO sind einem bestimmten Zweck zugeschrieben.
Lagerbestand	Hier bezogen auf US-Öl-Lagerbestände. Der Erdöllagerbestand der Energy Information Administration (EIA) misst den wöchentlichen Anstieg der Fässer von kommerziellen Rohöl im Bestand von US-Firmen.
Lehman-Brothers Zusammenbruch/ Lehman-Krise	Am 15. September 2008 brach die US-Investmentbank Lehman Brothers zusammen – und löste damit eine verheerende Kettenreaktion aus. Das globale Finanzsystem stand vor dem Kollaps, die Welt rutschte in eine tiefe Rezession.
Leitzins	Der Leitzins ist der Zinssatz, der von einer Zentralbank festgelegt und gesteuert wird. Je nach Zentralbank werden Zinssätze mit unterschiedlichen Laufzeiten gesteuert. Die US-Notenbank zielt beispielsweise auf den Übernachtzinssatz (Laufzeit: 1 Tag), die Europäische Zentralbank auf einen Geldmarktsatz mit einer Laufzeit von einer Woche (Tendersatz) und die Schweizer Notenbank auf den Libor für Schweizer Franken mit einer Laufzeit von drei Monaten.
Leveraged Loans	Besonders riskante Großkredite, die beispielsweise im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen vergeben werden.
Libor	Die „London Interbank Offered Rate“ (Libor) ist ein täglich festgelegter Referenzzinssatz im Interbankengeschäft, zu dem sich Banken gegenseitig Geld leihen. Der 3-Monats-Libor ist z.B. der heutige Zinssatz für ein über drei Monate laufendes Geldmarktgeschäft. Der Libor gilt bei vielen Finanzmarktgeschäften als Referenzgröße für die Zielrendite. Man spricht dann z.B. von dem 3-Monats-LIBOR + 150 Basispunkten.

Makroprudenzielle Maßnahmen	Als makroprudenzielle Maßnahmen werden Tätigkeiten der Aufsichtsbehörden bezeichnet, die das Ziel verfolgen, Risiken für das Finanzsystem als Gesamtheit zu ermitteln, zu bewerten und zu mindern.
Midswap	Midswap ist ein Zinssatz, der als Mittelwert zwischen Anbieter- und Käuferzinssatz auf Swap-Märkten (siehe Swap) ermittelt wird.
Minutes	Sitzungsprotokoll von Notenbanken, z.B. der Bank of England, der EZB oder des Federal Reserve System.
mom, M/M	Veränderung von Finanz- und Konjunkturdaten gegenüber dem Vormonat (mom = month-on-month).
Momentum	Ein Momentum ist ein Konzept zur Messung der Stärke einer Kursbewegung oder eines Konjunkturindikators.
Mortgage REITs	Mortgage REITs (Real Estate Investment Trust) sind ein handelbares Finanzierungsvehikel aus den USA, das anders als klassische Immobilien-REITs nicht in Immobilien-Aktien, sondern in Hypothekenverbriefungen investiert.
MPC	Das Monetary Policy Committee ist das oberste geldpolitische Entscheidungsorgan der Bank of England. Das Gremium tagt zwölf Mal im Jahr und legt u.a. den Leitzins sowie sonstige geldpolitische Operationen fest.
Natürliches Zinsniveau	Das natürliche Zinsniveau ist der Zinssatz, bei dem das reale Bruttoinlandsprodukt um seine natürliche Rate wächst und die Inflation stabil ist.
Netto-Long-Position	Die Long-Position bezeichnet die Spekulation eines Investors auf das Steigen eines zu Grunde liegenden Investmenttitels. Das Gegenteil dazu sind Short-Positionen. Eine positive Summe aus Long- und Short-Positionen bildet eine Netto-Long-Position.
Nonfarm payrolls	Bezeichnet die Beschäftigung im nicht-landwirtschaftlichen Sektor, die monatlich publiziert wird. Die Veränderung der Nonfarm Payrolls wird als wichtiger Indikator für den Zustand der US-Wirtschaft angesehen.
Non-Investment Grade	Die Bewertung Non-Investment Grade wird von Rating-Agenturen für Unternehmen, Wertpapiere oder Kredite mit niedriger Bonität vergeben (Rating maximal BB+).
NPL-Quote	Anteil notleidender Kredite (engl.: Non-Performing-Loans) am Kreditportfolio einer Bank.
OMT	Das Outright Monetary Transactions Programm ist ein Instrument der EZB, mit dem das Eurosystem in vorab unbeschränktem Ausmaß Ankäufe bestimmter Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet durchführen kann. Voraussetzung dafür ist, dass sich der betreffende Staat bestimmten Auflagen unterwirft.
Partizipationsrate	Die Partizipationsrate ist ein Arbeitsmarktindikator. Sie ergibt sich aus dem Anteil der Erwerbstätigen aus der Wohnbevölkerung im erwerbsfähigen Alter an der Gesamtbevölkerung.
PCE-Deflator	Der PCE-Deflator ist ein US-amerikanischer, landesweiter Indikator der durchschnittlichen Preisveränderung des privaten Inlandverbrauchs. Er wird von der größten Komponente des Bruttoinlandsproduktes, den privaten Konsumausgaben, abgeleitet. Ein weniger schwankungsfreudiger Indikator ist die Kernrate des PCE-Deflators, welcher die saisonabhängigen Lebensmittel- und Energiepreise nicht beinhaltet. Das Zentralbanksystem der USA (Federal Reserve System) richtet sich nach der Kernrate des PCE-Deflators.
Peripherieländer	Wirtschaftlich schwächerer Staaten der Eurozone (insbesondere Griechenland, Spanien, Portugal, Irland und Italien).
Peripheriespreads	Peripheriespreads sind die Risikoaufschläge der Peripheriestaatsanleihenrenditen aus der Eurozone gegenüber den Renditen deutscher Staatsanleihen mit der gleichen Laufzeit. Im Rahmen der Finanzmarktkrise innerhalb der Eurozone wird unterschieden zwischen den Peripherieländern und den Kernländern (das sind in der Regel Deutschland, Finnland, Niederlande und Österreich).
Pfandbrief	Siehe dazu Covered Bonds.
PMI-Index	Der PMI-Index ist ein Konjunkturindikator bzw. ein Geschäftsklimaindex. PMI steht für Purchasing Manager Index und wird von dem Unternehmen Markit monatlich für zahlreiche Länder insbesondere für die beiden Sektoren Verarbeitendes Gewerbe und Dienstleistungssektor auf der Basis einer Umfrage unter Einkaufsmanagern erstellt. Die PMI-Indizes werden als wichtige Frühindikatoren für die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes angesehen.
QE-Programm	Quantitative Easing (QE) ist eine extreme Form der expansiven Geldpolitik. Die Zentralbank kauft dabei direkt Wertpapiere wie Staatsanleihen an, um Zentralbankgeld zur Verfügung zu stellen und Zinsen niedrig zu halten.
qoq, Q/Q	Veränderung von Finanz- und Konjunkturdaten gegenüber dem Vorquartal (qoq = quarter-on-quarter).
Q1 (2,3,4)	Q1 bezieht sich auf das erste Quartal eines Jahres. Ohne Jahresangabe bezieht es sich auf das laufende Jahr.
OPEC	Organisation erdölexportierender Länder.
Ratingagentur	Ratingagenturen sind private, gewinnorientierte Unternehmen, die gewerbsmäßig die Kreditwürdigkeit von Unternehmen aller Branchen sowie von Staaten und deren untergeordneten Körperschaften bewerten.
Rendite	Ganz allgemein gibt die Rendite das Verhältnis von Auszahlungen zu den Einzahlungen einer Kapitalanlage an und wird meist in Prozent und pro Jahr angegeben. In der Regel beziehen sich unsere Research-Publikationen auf Anleihenrenditen, die sich laufend ändern können und vom Kupon und vom Wertpapierkurs abhängen. Die Rendite und der Kurs einer Anleihe bewegen sich bei einer Anleihe mit einem festen Kupon umgekehrt zueinander.
Renditekurve (Zinsstrukturkurve)	Die Renditekurve (auch: Zinsstrukturkurve) zeigt an, welche Renditen für Anleihen verschiedener (Rest-)Laufzeiten eines Emittenten (z.B. der Bundesrepublik Deutschland) gezahlt werden. Eine Renditekurve wird steiler, wenn ein Anstieg der Zinssätze erwartet wird.
Rezession	Eine Rezession ist ein wirtschaftlicher Abschwung. Ein Land befindet sich technisch gesehen in einer Rezession, wenn dessen Bruttoinlandsprodukt in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen gesunken ist.
Rig Count	Oil Rig Count. Zählung der aktiven Bohrköpfe.
Risk-on/ Risk-off	„Risk-on“ beschreibt ein positives Marktsentiment, Kauflaune und Risikoappetit. Das Gegenteil hiervon ist „Risk-off“.
Schneeballsystem	Unter einem Schneeballsystem sind Geldanlagen zu verstehen, für die sehr hohe Renditen versprochen werden, die aber nur auf dem Papier existieren. Wenn Anleger Geld zuführen, werden sie über einige Zeit ausbezahlt, um das Vertrauen von Neukunden zu bewahren. Die Auszahlungen können aber nur finanziert werden, indem die Einzahlungen anderer Anleger dafür verwendet werden. Werterhöhende Geschäfte oder reale Investitionen gibt es bei diesen Anlagemodellen nicht. Das System bricht zusammen, wenn eine größere Zahl der Anleger versuchen, ihre Einlagen zurückzuerhalten.
SNB	Die Schweizerische Nationalbank (SNB) ist die Notenbank der Schweiz.
Staatsanleihenrendite	Rendite einer Staatsanleihe (siehe Rendite).
Staatsanleiheauktionen	Staaten wie die USA und Deutschland versteigern Staatsanleihen im Rahmen von Staatsanleiheauktionen. Die Termine für diese Auktionen stehen im Regelfall bereits mehrere Monate vorher fest.
Soft Bullet-Struktur	Anleihe mit Option des Emittenten auf Verschiebung des Rückzahlungstermins.
Sovereign-Bonität	Bonität eines Staates, also die Kreditwürdigkeit eines Staates.
Sterling	Sterling ist eine verkürzte Schreibweise der britischen Währung Pfund Sterling.
S&P 500	Der S&P 500 ist ein Aktienindex, der 500 große Unternehmen aus den Vereinigten Staaten von Amerika beinhaltet. Beim S&P 500 handelt es sich um einen Kursindex, was bedeutet, dass dieser ausschließlich den Kursverlauf der enthaltenen Aktien abbildet.
Swap	Ein Austausch zukünftiger Zahlungsströme, bei der jede Partei die Zahlungsverbindlichkeiten der anderen übernimmt. Häufige Formen sind Zins- und Währungsswaps. Ein Zins-Swapsatz ist ein Zinssatz, der sich im Rahmen eines derartigen Tauschgeschäftes ergibt. Der fünfjährige Euro-Swapsatz ergibt sich aus dem Tausch des zukünftigen variablen Zahlungsstroms, der in der Regel auf der Basis des Drei-Monats-Euribors festgestellt wird, gegen einen festen Zinssatz. Letzterer ist der Euro Zins-Swapsatz.
Tankan-Bericht	Bericht der japanischen Notenbank bestehend aus Konjunkturanalyse und enthält Informationen über die Stimmungslage in großen Unternehmen
Tapering	Tapering bezeichnet die Reduktion von Anleihekäufen durch die Notenbank über einen längeren Zeitraum.
Tendersatz	Der Tendersatz ist der Hauptrefinanzierungssatz der EZB (Leitzins), zu dem sich Geschäftsbanken gegen die Hinterlegung von notenbankfähigen Sicherheiten für eine Woche Zentralbankgeld leihen können.
Terminkontrakte	Ein Terminkontrakt ist ein Übereinkommen zwischen zwei (anonymen) Marktteilnehmern, einen Verkäufer und einen Käufer. Dabei verpflichtet sich der Verkäufer, eine standardisierte Menge einer bestimmten Ware (oder Finanzinstrument) zu einem bestimmten Preis an einem bestimmten Tag zu liefern. Der Käufer verpflichtet sich, die dem Kontrakt zugrunde liegende Ware per Liefertermin abzunehmen.
Terminkontraktkurve	Terminkontraktkurven sind eine Methode, den voraussichtlichen Preis einer Ware für beliebige Zeitpunkte zu ermitteln.
T-Notes	T-Notes sind US-amerikanische Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zwei, drei, fünf, sieben und zehn Jahren. 30-jährige US-Staatsanleihen werden als T-Bonds bezeichnet.

Troika	Institution aus Europäischer Kommission, EZB und IWF zur Überwachung der Hilfsprogramme für Krisenländer.
US-Treasuries (Notes)	Staatsanleihen, die von der US-Zentralregierung emittiert werden und eine Laufzeit von mehr als einem Jahr bis zu zehn Jahren Laufzeit haben. Bei US-Staatsanleihen wird zwischen US-Bills, US-Notes und US-Bonds unterschieden. US-Bills haben eine Laufzeit von weniger als einem Jahr, US-Notes haben eine Laufzeit von bis zu 10 Jahren und US-Bonds eine Laufzeit von mehr als zehn Jahren und bis zu dreißig Jahren.
Über/Unterbewertung	Das Konzept der Über/Unterbewertung eines Wertes geht davon aus, dass es einen fundamentalen, fairen oder Gleichgewichtswert eines Titels gibt, der nicht notwendigerweise dem Marktpreis des Titels entspricht. Liegt der Wert einer Aktie etwa über dem angenommenen Fundamentalwert, spricht man von einer Überwertung, liegt der Wert darunter, spricht man von einer Unterbewertung.
Verbraucherpreisindex	Der Verbraucherpreisindex ("Consumer Price Index", CPI) entspricht der Preissteigerung eines repräsentativen Warenkorbs von Konsumgütern und Dienstleistungen. Die offizielle Inflationsgröße der EZB ist ein harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI).
V2X	Der V2X Ist der Volatilitätsindex des EURO STOXX 50.
VIX	Der aus Optionspreisen abgeleitete CBOE Volatilitätsindex (VIX) drückt die erwartete Schwankungsbreite des Aktienindex S&P 500 aus und wird täglich von der Chicago Board Options Exchange (CBOE) veröffentlicht.
WTI	West Texas Intermediate (WTI) ist eine aus den USA stammende Rohölsorte und wird an der New Yorker NYMEX Warenterminbörse gehandelt. Die norwegische Sorte Brent und WTI sind besonders stark gehandelte Ölarten und dienen als Grundlage für die Berechnung von Öl-Futures.
yoy, J/J	Veränderung gegenüber dem gleichen Tag/Monat/Zeitraum des Vorjahres (yoy = year-on-year).
ytd	Veränderung vom Jahresanfang bis zum aktuellen Zeitpunkt (ytd = year-to-date).
ZEW-Index	Der ZEW-Index ist ein Konjunkturindex des Mannheimer Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung. Der Indikator gibt die Differenz zwischen positiven und negativen Konjunkturerwartungen – auf Sicht von sechs Monaten – in Deutschland wieder, wie sie sich aus den Antworten von Experten ergeben.
Zinsstrukturkurve	Siehe Renditestrukturkurve.

Quelle: HSH Nordbank



## IMPRESSUM

### HSH NORDBANK AG

**HAMBURG:** Gerhart-Hauptmann-Platz 50, 20095 Hamburg, Telefon 040 3333-0, Fax 040 3333-34001

**KIEL:** Martensdamm 6, 24103 Kiel, Telefon 0431 900-01, Fax 0431 900-34002

### REDAKTION UND VERSAND

#### Volkswirtschaft & Research

Tel: 040-3333+Durchwahl

Dr. Cyrus de la Rubia  
Chefvolkswirt  
Tel.: -15260

Sintje Boie  
Analystin  
Tel.: -12820

Volker Brokelmann, CFA  
Credit Analyst  
Tel.: -12249

Jan Edelmann  
Analyst  
Tel.: -15206

Patrick Harms  
Analyst  
Tel.: -15207

Marius Schad  
Analyst  
Tel.: -15205

Thomas Miller, CFA  
Credit Analyst  
Tel.: -12056

Redaktionsschluss dieser Ausgabe: 21. März 2017

### WEITERE ANSPRECHPARTNER DER HSH NORDBANK

#### Sparkassen & Financial Institutions

Thomas Benthien  
Tel.: 0431-900-25000

Michal Aheczynski  
Tel.: 0431-900-25528

Ariane Böhme  
Tel.: 0431-900-25144

Nicole Chatenay  
Tel.: 0431-900-25590

Sebastian Evers  
Tel.: 0431-900-25142

Jörg Fangmeier  
Tel.: 0431-900-25139

Frank Jesse  
Tel.: 0431-900-25131

Ingo Kiesler  
Tel.: 0431-900-25508

Brigitte Kießling  
Tel.: 0431-900-25172

Anja Koran  
Tel.: 0431-900-25526

Tobias Linde  
Tel.: 0431-900-25520

Jan Vassel  
Tel.: 0431-900-11778

Christian Wiedner  
Tel.: 0431-900-25465

#### Sales Corporates and Real Estate

Kristin Ehrhorn  
Tel.: 0431-900-25152

#### Sales Shipping, Energy & Infrastructure

Stefan Masannek  
Tel.: 0431-900-25550

#### Debt Capital Markets

Jan Eibich  
Tel.: 0431-900-25311

#### Disclaimer

Die in dieser Publikation enthaltenen Marktinformationen sind zu allgemeinen Informationszwecken erstellt worden und ausschließlich zur Information bestimmt. Sie ersetzen weder eigene Marktanalysen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Information oder Beratung. Es handelt sich hierbei nicht um eine Kauf- oder Verkaufsaufforderung. Die HSH Nordbank AG weist darauf hin, dass die dargestellten Marktinformationen nur für Anleger mit eigener wirtschaftlicher Erfahrung, die die Risiken und Chancen des/der hier dargestellten Marktes/Märkte abschätzen können und sich umfassend aus verschiedenen Quellen informieren, bestimmt sind. Die in dieser Publikation enthaltenen Aussagen und Angaben basieren auf Informationen, die die HSH Nordbank AG gründlich recherchiert bzw. aus allgemein zugänglichen, von der HSH Nordbank AG nicht überprüfbar Quellen, die sie für verlässlich erachtet, bezogen hat: Die HSH Nordbank AG hält die verwendeten Quellen zwar für verlässlich, kann deren Zuverlässigkeit jedoch nicht mit letzter Gewissheit überprüfen. Die einzelnen Informationen aus diesen Quellen konnten nur auf Plausibilität überprüft werden, eine Kontrolle der sachlichen Richtigkeit fand nicht statt. Zudem enthält diese Publikation **Schätzungen und Prognosen, die auf zahlreichen Annahmen und subjektiven Bewertungen sowohl der HSH Nordbank AG als auch anderer Quellen beruhen und lediglich unverbindliche Auffassungen über Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Herausgabe darstellen.** Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernehmen die HSH Nordbank AG und ihre Mitarbeiter und Organe keine Gewähr für Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen und Prognosen.

Dieses Dokument kann nur gemäß den gesetzlichen Bestimmungen in den jeweiligen Ländern verteilt werden, und Personen, die im Besitz dieses Dokuments sind, sollten sich über die anwendbaren lokalen Bestimmungen informieren.

Diese Unterlagen enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentliche Angaben und können von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Weder die HSH Nordbank AG noch ihre Organe oder Mitarbeiter können für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Publikation oder ihrer Inhalte oder sonst im Zusammenhang mit dieser Publikation entstanden sind.

Die HSH Nordbank AG weist darauf hin, dass eine Weitergabe der vorliegenden Materialien an Dritte nicht zulässig ist. Schäden, die der HSH Nordbank AG aus der unerlaubten Weitergabe dieser Materialien an Dritte entstehen, hat der Weitergebende in voller Höhe zu ersetzen. Von Ansprüchen Dritter, die auf der unerlaubten Weitergabe dieser Materialien beruhen, und damit im Zusammenhang stehenden Rechtsverteidigungskosten hat er die HSH Nordbank AG freizuhalten. Dies gilt insbesondere auch für eine Weitergabe dieser Publikation oder von Informationen daraus an U.S. Personen oder Personen in Großbritannien.

Es handelt sich hierbei um eine Publikation. Diese Publikation genügt nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegt nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen.

Die HSH Nordbank unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.