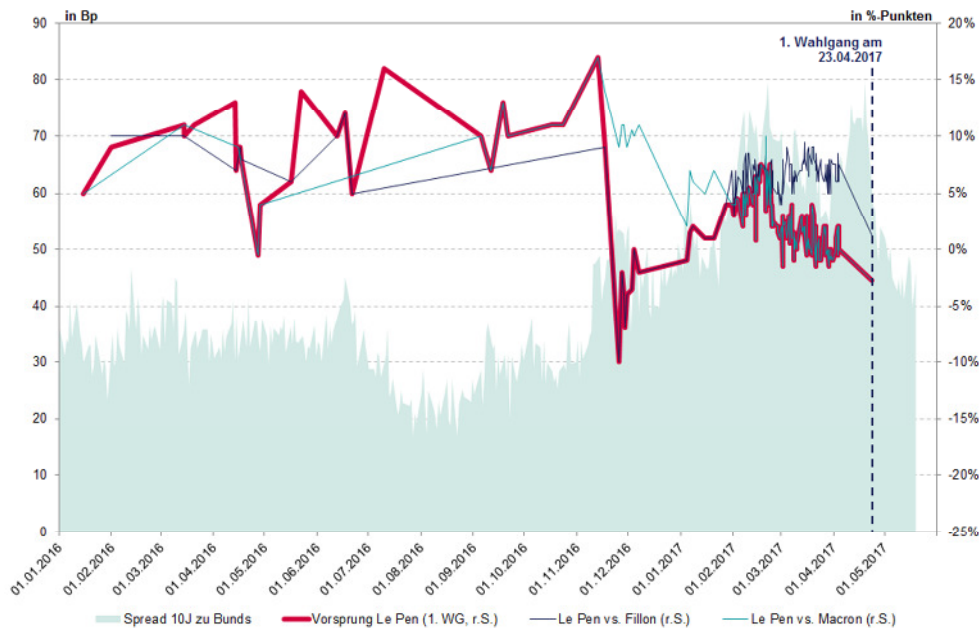


## Themenübersicht

Special: Nach Macrons Sieg – was nun, Europa?	2
USA: Wachstumsbeschleunigung voraus!	3
Euroland: EZB passt Wording schrittweise an	4
Deutschland: BIP wächst im ersten Quartal kräftig	6
Frankreich: Macron neuer Präsident	7
Italien: Außenbeitrag dämpft Wirtschaftswachstum	8
Spanien: Wirtschaft im I. Quartal auf vollen Touren	8
Schweiz: Macron nimmt Druck vom Franken	9
Japan: Wirtschaft läuft auf Hochtouren	10
China: Wirtschaftsaktivität verliert an Schwung	11
Großbritannien: BoE im geldpolitischen Spagat	12
Kanada: Immobilienmarkt weiterhin im Fokus	13
Mexiko: Erneute Leitzinsanhebung durch Banxico	13
Australien: Regierung setzt auf Infrastrukturplan	14
Total Returns: EZB auf dem Normalisierungspfad	15
Aktienmärkte: Turbulenzen?	17
Übersicht Prognosen	18



## Special: Nach Macrons Sieg – was nun, Europa?



Quelle: Internationaler Währungsfonds, NORD/LB Economics

Am 7.Mai hat Frankreich Emmanuel Macron zum neuen Präsidenten gewählt. In der Stichwahl gewann er mit deutlichem Vorsprung gegen die rechtsextreme Kandidatin Marine Le Pen vom Front National (FN). Der Sieg des Pro-Europäers sorgte zunächst überall für Erleichterung, vor allem in den europäischen Hauptstädten. Macron wird jedoch in der Europapolitik kein bequemer, sondern mehr ein fordernder Partner sein – eine Chance für die EU und die Währungsunion! ➔ Unsere Einschätzung auf Seite 2.

## Special: Nach Macrons Sieg – was nun, Europa?

### **Pro-Europäer Macron wird neuer Präsident**

Am 7. Mai haben die Franzosen mit deutlicher Mehrheit den 39-jährigen Emmanuel Macron zum neuen Präsidenten und Nachfolger des glücklosen François Hollande gewählt. Macron verkörperte mit einem proeuropäischen Kurs nicht nur einen Gegenentwurf zu Marine Le Pen vom rechtsextremen Front National, sondern auch zum weit verbreiteten Anti-EU-Populismus. Entsprechend groß war die Erleichterung in Brüssel und Berlin ob des relativ deutlichen Votums von 66% für Macron in der Stichwahl. EU-Kommissionspräsident Juncker freute sich, dass „die Idee eines starken und progressiven Europas, für die Macron stehe, unter dessen Präsidentschaft in die Debatte um die Zukunft der EU einfließen werde.“ Die deutsche Bundeskanzlerin Angela Merkel würdigte Macrons „Eintreten für eine geeinte und weltoffene EU“ und freute sich darauf, „im Geist der traditionell engen deutsch-französischen Freundschaft vertrauensvoll mit dem neuen Präsidenten zusammenzuarbeiten.“ Dies verdeutlicht die hohen Erwartungen an die Präsidentschaft Macrons. Allerdings dürfte Macron nicht wegen, sondern eher trotz seines proeuropäischen Kurses gewählt worden sein. Die republikanische Front stand vor allem zusammen gegen die Alternative Le Pen. Zudem machten im ersten Wahlgang nicht einmal 40% der Wähler Macrons das Kreuz bei ihm aus inhaltlicher Überzeugung. Und für mehr als 25% der Franzosen überwiegen die Nachteile der EU.

### **Märkte reagierten mit Spreadeinengung**

Aber auch an den Märkten überwog die Erleichterung. Der erste Wahlgang ergab einen etwas deutlicheren Vorsprung Macrons gegenüber Le Pen als die Umfragen zuvor angezeigt hatten. Daher kam es bereits in der letzten Aprilwoche bei französischen Staatsanleihen (10J) zu einer deutlichen Spreadeinengung gegenüber deutschen Bunds (vgl. Chart S. 1). Vor der Stichwahl wurde somit vollständig die Wahl Macrons eingepreist. Der Spread von aktuell rund 45 Basispunkten liegt etwas über dem mittleren Wert des Jahres 2016. Wir halten eine weitere Einengung vorerst für wenig wahrscheinlich. So stehen in Österreich und Italien weitere Wahlen vor der Tür, die zu einem erneuten Test für Europa aufgrund rechtspopulistischer und EU-kritischer Tendenzen werden dürften.

### **Hindernisse für Macrons Reformagenda**

Zudem steht Macron bei der Umsetzung seiner politischen Agenda vor einigen Hindernissen. Zunächst ist noch unklar, ob Macron mit seinen weitgehend unbekanntem Bewerbern bei den Wahlen im Juni zur Assemblée Nationale eine eigene Parlamentsmehrheit erringen kann bzw. welche Bündnisse und Kompromisse er andernfalls eingehen muss. Außerparlamentarisch werden vor allem seine Ideen zur Reform des Arbeitsmarktes sowie zum Stellenabbau im öffentlichen Dienst auf den Widerstand der traditionell starken französischen Gewerkschaften stoßen. Zudem stellt sich die Frage, ob die europäischen Partner hinreichend Rücksicht auf die politischen und institutionellen Zwänge nehmen, von denen sich auch ein Macron nicht freimachen kann, und welche Unterstützung Macron von europäischer Seite erhält. Dies betrifft nicht nur seine Forderung nach einem eigenen Budget für Investitionen der Währungsunion, legitimiert durch ein „Parlament“ der Eurozone und kontrolliert durch einen europäischen Finanzminister. Auch mehr Flexibilität bei den EU-Budgetvorgaben könnten vor allem zu Beginn der Regentschaft Macrons Strukturreformen flankieren.

### **Neuer Schub für deutsch-französische Achse**

Die ersten Reaktionen aus Berlin waren gemischt. Während die Bundeskanzlerin bei Macrons Antrittsbesuch grundsätzlich Gesprächsbereitschaft signalisierte, wurden von Einzelnen aus den hinteren Reihen reflexhaft Vorbehalte gegen Macron formuliert. Interessanterweise musste dafür das Thema Eurobonds erhalten, obwohl sich eine derartige Forderung in Macrons Programm nicht findet. Die ersten Personalentscheidungen Macrons sind mit Blick auf die Parlamentswahlen ein Signal nach innen, aber auch nach außen. Viele Kabinettsmitglieder sprechen deutsch und haben gute Beziehungen nach Deutschland. Der Wille zur Wiederbelebung des deutsch-französischen Motors ist bei Macron eindeutig. Es zeichnet sich ab, dass nach der Bundestagswahl im September neue Dynamik in den Prozess der Weiterentwicklung der EU und der Währungsunion kommen wird. Mit der Präsidentschaft Macron hat sich eine Tür geöffnet, die nicht zugeschlagen werden sollte. Nachdem im Blick vieler Franzosen die etablierten politischen Lager gescheitert sind, könnte ein Scheitern des Newcomers Macron verheerende Folgen im Sinne einer Stärkung des FN haben.

*Christian Lips*

## USA

Tobias Basse, Bernd Krampen

- Wachstumsbeschleunigung voraus!
- Fed will handeln
- Trump hält Dollar unter Druck

**Wachstumsbeschleunigung voraus!**

Die erste Veröffentlichung von Daten zur Entwicklung des realen BIPs in den USA offenbarte beim Wachstum im Land der unbegrenzten Möglichkeiten zum Start des neuen Jahres erwartungsgemäß gewisse Bremsspuren. Im I. Quartal zeigte sich ein Anziehen der Wirtschaftsaktivität um annualisiert nur 0,7%. Da die vorläufigen Angaben noch sehr revisionsanfällig sind, macht eine zu genaue Betrachtung der Details kaum Sinn; allerdings darf wohl schon festgehalten werden, dass der private Konsum sich am aktuellen Rand ungewöhnlich schwach präsentiert hat. Hier ist aber auch auf Sondereffekte zu verweisen. Generell bleibt festzuhalten, dass das Thema „Residual Seasonality“ der eigentlich saisonbereinigten Zeitreihe zum BIP in den USA durch die Veröffentlichung der aktuellen Zahlen wieder auf die Agenda der Finanzmärkte gerückt ist. Die offiziellen US-Statistiker haben jüngst angemerkt, dass sie an diesem Problem weiter arbeiten wollen. Kurzfristige Lösungen sind aber wohl nicht zu erwarten. Für den Prognostiker macht das trotz Bereinigung verbleibende Saisonmuster die Arbeit einfacher. In der Tat ist die Einschätzung, in den kommenden Quartalen mit höheren US-Wachstumsraten zu rechnen, derzeit nicht übermäßig mutig. Entsprechend freundlich präsentiert sich unsere Wachstumsprognose für das II. Quartal. In der Summe gehen wir daher mit Blick auf das Gesamtjahr 2017 auch weiterhin von einem Wachstum leicht oberhalb der 2,0%-Marke aus. Größere stützende Effekte der Wirtschaftspolitik der neuen Regierung sind zunächst noch nicht zu erwarten. Vor allem ab 2018 könnte die Politik eine höhere Bedeutung haben. Die sich bereits grob abzeichnenden Maßnahmen im Rahmen der Steuerreform – die beispielsweise positive Effekte auf die Wettbewerbsfähigkeit der US-Unternehmen haben dürften – und die denkbaren (aber umstrittenen) Infrastrukturprogramme mögen schon das Potenzial haben, das Wachstum in den USA zu beflügeln. Die von der Regierung avisierte „Zielwachstumsrate“ von 3,0% dürfte von der US-Wirtschaft aber dennoch kaum mit Nachhaltigkeit zu erreichen sein.

Die aktuellen Zahlen zu den US-Einzelhandelsumsätzen zeigen bereits Beschleunigungstendenzen, viele Marktteilnehmer hatten jedoch noch etwas freundlichere Angaben erwartet. Hier müssen die vorgenommenen Revisionen beachtet werden. Grundsätzlich passen die Zahlen zur Kontrollgruppe gut zu unserer nicht pessimistischen US-Konjunkturprognose, wobei auch hier vor allem die Revisionen positiv zu bewerten sind. Möglicherweise kommt es aufgrund dieser bemerkenswerten Entwicklung sogar zu einer Aufwärtsrevision bei den BIP-Zahlen im I. Quartal.

**Fed will handeln**

Hochrangige US-Notenbanker haben zuletzt unmissverständliche Signale ausgesendet, die klar in Richtung einer etwas zügigeren Normalisierung der US-Geldpolitik deuten. Entsprechende Anmerkungen kamen zuletzt beispielsweise vom Präsidenten der Boston Fed Eric Rosengren. Nach dem Signalling einiger wichtiger US-Notenbanker glauben auch wir, dass das FOMC die Leitzinsen kurzfristig anheben wollen wird. Die US-Geldpolitik bleibt also im Fokus der Finanzmärkte.

**Trump hält Dollar unter Druck**

Die politischen Turbulenzen in Washington haben den Druck auf die US-Währung jüngst signifikant erhöht. Die Einleitung eines Amtsenthebungsverfahrens im Kongress dürfte jedoch kein einfacher Prozess werden. Grundsätzlich bleibt die Fed-Geldpolitik ein stützender Faktor für den Dollar; der Devisenmarkt preist ein zügiges Handeln der US-Notenbank momentan aber schon sehr weitgehend ein. In der Summe scheint vom FX-Segment im Laufe des Jahres 2017 noch mit zwei Anhebungen der Fed Funds Target Rate gerechnet zu werden. Dieses vom Markt gespielte Szenario halten wir vor allem aufgrund der aktuellen Meldungen zur Lage am US-Arbeitsmarkt für sehr realistisch. Die jüngsten Inflationszahlen sprechen allerdings eine etwas andere Sprache. Das Protokoll zur FOMC-Sitzung am 3. Mai sollte in diesem Kontext von den Marktteilnehmern genauer in Augenschein genommen werden. Auch die Entwicklungen in Euroland müssen im Blick behalten werden. Nach dem Wahlsieg von Emmanuel Macron sind politische Unsicherheiten stärker in den Hintergrund getreten. Zudem gibt es die Hoffnung auf ökonomische Belebungsstendenzen im „alten“ Europa. Beide Faktoren helfen dem Euro.

**Fundamentalprognosen USA**

	2016	2017	2018
BIP	1,6	2,2	2,3
Privater Konsum	2,7	2,1	2,1
Öffentl. Konsum	0,8	1,5	1,5
Investitionen	0,7	2,5	3,0
Export	0,4	1,5	1,0
Import	1,1	0,5	1,0
Inflation	1,3	2,2	2,3
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	4,9	4,6	4,6
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-4,2	-5,2	-5,5
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	-2,6	-2,7	-2,9

Veränderung gg. Vj. in %; <sup>1</sup> in % der Erwerbstätigen;  
<sup>2</sup> in % des BIP

**Quartalsprognosen USA**

	III/16	IV/16	I/17	II/17	III/17
BIP ann.	3,5	2,1	0,7	3,6	2,8
BIP Y/Y	1,7	2,0	1,9	2,5	2,3
Inflation Y/Y	1,1	1,8	2,5	2,3	2,5

Veränderung in %

**Zinsen und Wechselkurs USA**

	18.05.	3M	6M	12M
Fed funds rate	1,00	1,25	1,50	1,75
3M-Satz	1,17	1,45	1,60	2,00
10J Treasuries	2,23	2,45	2,55	2,75
Spread 10J Bund	189	185	175	175
EUR in USD	1,11	1,08	1,10	1,11

**Coming Up...**

Datum	Indikator		vorh. Wert
23.05.	Richmond Fed Index	Mai	15
24.05.	FHFA HPI <sup>m</sup>	Mär	0,8%
25.05.	Kansas City Fed Index	Mai	7
30.05.	S&P CL CS 20 City HPI	Mär	193,5
31.05.	Chicago PMI	Mai	58,3
01.06.	ISM PMI	Mai	54,8
01.06.	ISM Prices Paid	Mai	68,5
01.06.	ADP Index	Mai	177K
02.06.	Nonfarm Payrolls	Mai	211K
02.06.	Arbeitslosenquote	Mai	4,4%
05.06.	ISM PMI Non-Manu	Mai	57,5
13.06.	NFIB Index	Mai	104,5
14.06.	Einzelhandel <sup>m</sup>	Apr	0,4%
15.06.	Empire State Index	Jun	-1,0

<sup>m</sup> M/M, <sup>q</sup> Q/Q annualisiert, kursiv: vorl. Ergebnis  
Aktuelle Prognosen in unserem Wochenkalender

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Economics

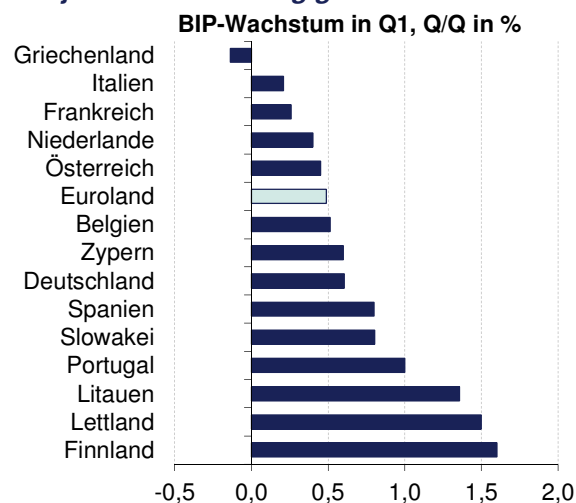
**Euroland**

Christian Lips

- Kräftiges Wachstum zum Jahresauftakt
- Wahl Macrons lässt Europa aufatmen
- EZB passt Wording schrittweise an

**Kräftiges Wachstum zum Jahresauftakt**

Der Konjunkturaufschwung in der Eurozone setzte sich zum Jahresauftakt wie erwartet fort. Das preis- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt legte im ersten Vierteljahr um 0,5% im Vergleich zum Vorquartal zu. Die Jahresrate verringerte sich nur leicht auf 1,7% Y/Y. Details der Verwendungsseite wurden bislang noch nicht von Eurostat veröffentlicht. Die quantitativen und qualitativen Aussagen der nationalen Statistikämter aus Frankreich, den Niederlanden und Deutschland lassen aber auf einen moderaten Wachstumsbeitrag des Konsums und einen kräftigen Impuls von den Investitionen bei nur mäßiger Unterstützung durch den Außenhandel schließen. Unter den großen Volkswirtschaften wiesen Spanien (+0,8% Q/Q) und Deutschland (+0,6% Q/Q) die höchste Wachstumsrate auf (vgl. Chart). Auch die Wirtschaftsleistung in Finnland (+1,6% Q/Q) und Portugal (+1,0% Q/Q) sowie in den baltischen Staaten expandierte sehr kräftig im ersten Quartal.

**Konjunkturaufschwung gewinnt an Breite**

Quelle: Eurobarometer (10/2016), NORD/LB Economics

Leicht unterdurchschnittlich fiel hingegen das Wachstum in Frankreich (+0,3%) sowie in Italien (+0,2%) aus. In Frankreich wurde das Wachstum durch den Rückgang im industriellen Sektor temporär – und teils durch Sondereffekte – gedämpft. Es zeichnet sich aber eine bessere Entwicklung für das laufende Quartal ab.

### Wahl Macrons lässt Europa aufatmen

Hierauf deutet auch die sprunghafte Verbesserung des Unternehmensvertrauens hin, wozu nicht zuletzt die Wahl von Emmanuel Macron zum neuen französischen Präsidenten beigetragen haben dürfte. In der gesamten Eurozone haben sowohl die Märkte als auch das Unternehmens- und Verbrauchervertrauen erleichtert reagiert. Zusammen mit den Wahlen in den Niederlanden – trotz der vorerst gescheiterten Koalitionsverhandlungen – hat sich das Risiko eines zunehmenden Einflusses der Rechtspopulisten in diesem Jahr bislang nicht bestätigt. Mit dem Brexit sowie den Wahlen in Österreich und Italien bleiben aber politische Risiken virulent.

### EZB passt Wording schrittweise an

Die EZB hat auf ihrer Ratssitzung im April wie erwartet keine geldpolitischen Änderungen vorgenommen. EZB-Präsident Mario Draghi hat aber eine weitere Anpassung der Kommunikation für Juni vorbereitet. So haben die Konjunkturrisiken nach den jüngsten Wahlen in den Niederlanden und Frankreich somit sicher abgenommen. Die EZB dürfte die Konjunkturerholung daher zum Anlass nehmen, bei ihrer nächsten Ratssitzung Anfang Juni die Risiken für die Wirtschaftsentwicklung als ausgeglichen zu bezeichnen. Dies wäre dann auch eine gute Vorbereitung, in den Folgewochen den Easing Bias in der Forward Guidance aufzugeben.

Der geringe Inflationsdruck hält die EZB aber von hektischen Adjustierungen ihres geldpolitischen Kurses ab. Zwar zog die HVPI-Inflationsrate im April auf 1,9% an, dies ist aber auf einen temporären Basiseffekt (Lage der Osterferien) zurückzuführen. Bereits im Mai wird die Jahresrate der Verbraucherpreise wieder deutlich sinken, gleiches gilt für die Kernrate. Den Ausstieg aus der sehr expansiven Geldpolitik können die Notenbanker somit schrittweise, verbal gut vorbereitet bzw. begleitet und damit für die Marktteilnehmer gut planbar vollziehen. Eine Abkehr von der sehr expansiven Geldpolitik noch in diesem Jahr halten wir für unwahrscheinlich. Allerdings dürfte im September eine sukzessive Reduktion der Anleihekäufe für das Jahr 2018 angekündigt werden. Zinserhöhungen sehen wir noch in weiter Ferne, dies gilt sowohl für den Einlage- als auch den Hauptrefinanzierungssatz. Alles andere wäre zudem ein Bruch mit der Forward Guidance, die explizit Zinserhöhungen erst für die Zeit nach dem Ende der Nettoankäufe von Anleihen im Rahmen des EAPP vorsieht.

### Fundamentalprognosen Euroland

	2016	2017	2018
BIP	1,7	1,7	1,7
Privater Konsum	1,9	1,4	1,5
Öffentl. Konsum	1,9	1,6	1,6
Investitionen	3,5	4,6	3,1
Außenbeitrag <sup>1</sup>	-0,4	-0,1	0,2
Inflation	0,2	1,6	1,5
Arbeitslosenquote <sup>2</sup>	10,0	9,3	8,9
Haushaltssaldo <sup>3</sup>	-1,5	-1,4	-1,2
Leistungsbilanzsaldo <sup>3</sup>	3,4	3,1	2,8

Veränderung gg. Vj. in %; <sup>1</sup> Wachstumsbeitrag; <sup>2</sup> in % der Erwerbstätigen; <sup>3</sup> in % des BIP

### Quartalsprognosen Euroland

	III/16	IV/16	I/17	II/17	III/17
BIP Q/Q	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4
BIP Y/Y	1,7	1,8	1,7	1,8	1,8
Inflation Y/Y	0,3	0,7	1,8	1,6	1,5

Veränderung in %

### Zinsen Euroland

	18.05.	3M	6M	12M
Tendersatz EZB	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Satz	-0,33	-0,33	-0,33	-0,30
10J Bund	0,34	0,60	0,80	1,00

### Coming Up...

Datum	Indikator		vorh. Wert
24.05.	PMI Industrie, vorl.	Mai	56,7
24.05.	PMI Dienstleister, vorl.	Mai	56,4
29.05.	Geldmenge M3 <sup>y</sup>	Apr	5,3%
30.05.	Economic Sentiment	Mai	109,6
30.05.	Industrievertrauen	Mai	2,6
30.05.	Dienstleistervertrauen	Mai	14,2
31.05.	Arbeitslosenquote	Apr	9,5%
31.05.	HVPI Flash Estimate <sup>y</sup>	Mai	1,9%
02.06.	Erzeugerpreise <sup>y</sup>	Apr	3,9%
06.06.	Sentix-Investorvertrauen	Jun	27,4
06.06.	Einzelhandelsumsätze <sup>m</sup>	Apr	0,3%
07.06.	BIP <sup>q</sup> , 3. Meldung	Q1	0,5%
08.06.	EZB Tendersatz	-	0,00%
08.06.	EZB Einlagesatz	-	-0,40%
08.06.	EZB EAPP-Ziel (Mrd. €)	-	60,0
13.06.	ZEW Erwartungen	Jun	35,1
14.06.	Industrieproduktion <sup>m</sup>	Apr	-0,1%
19.06.	Bauproduktion <sup>m</sup>	Apr	-1,1%

<sup>m</sup> M/M, <sup>q</sup> Q/Q, <sup>y</sup> Y/Y, kursiv: vorl. Ergebnis

Aktuelle Prognosen in unserem Wochenkalender

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Economics

**Deutschland**

Christian Lips

- BIP wächst im ersten Quartal kräftig
- Exporte und Investitionen ziehen an
- Inflationsrate kommt im Mai wieder zurück

**BIP wächst im ersten Quartal kräftig**

Die konjunkturelle Dynamik hat sich zum Jahresauftakt wie erwartet deutlich beschleunigt. Die Wirtschaftsleistung legte gemäß der Schätzung des Statistischen Bundesamtes saisonbereinigt im ersten Vierteljahr um 0,6% Q/Q zu. Gegenüber der Vorjahresperiode ergibt sich ein Anstieg um 1,7% bzw. ohne Arbeitstagebereinigung um 2,9%. Der große Unterschied resultiert daraus, dass von Januar bis März 2017 rechnerisch drei Arbeitstage mehr zur Verfügung standen als im gleichen Vorjahreszeitraum, was unter anderem auf die unterschiedliche Lage der Osterfeiertage in den beiden Jahren zurückzuführen ist.

Die deutsche Wirtschaft erweist sich damit einmal mehr als äußerst robust gegenüber externen Störgrößen. Der neue US-Präsident scheint an mehreren Stellen doch stärker von den Republikanern ausgebremst zu werden. Vor allem die Sorgen vor einem Generalangriff auf den Freihandel durch Donald Trump – mit entsprechenden negativen Auswirkungen für Deutschland aufgrund seiner hohen Exportabhängigkeit – scheinen vorerst weitgehend unbegründet.

**Exporte und Investitionen ziehen an – Ausblick hat sich nochmals verbessert**

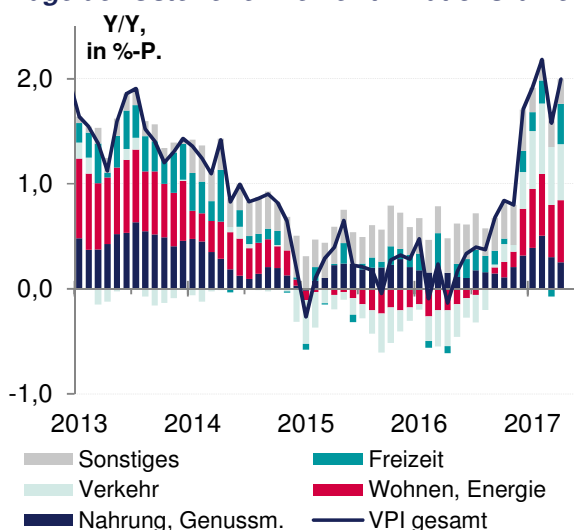
Zwar veröffentlichten die Statistiker wie üblich im Rahmen der ersten Vorausschätzung noch keine Details zur Entwicklung der Komponenten, trafen hierzu aber einige qualitative Aussagen. Demnach kamen positive Impulse von den Nettoexporten, da die Exporte kräftig expandierten und preisbereinigt ein höheres Wachstum als die Importe aufwiesen. Eine verlässliche Stütze blieb zudem die Binnenwirtschaft, wenn auch mit leichten Akzentverschiebungen. Während der öffentliche und der private Konsum diesmal das Wachstum nur leicht stützten, wurden die Bruttoanlageinvestitionen spürbar ausgeweitet. Zwar legten auch die Ausrüstungsinvestitionen zu Jahresbeginn zu, vor allem in Bauten wurde aber deutlich mehr investiert. Dies hatte sich im Vorfeld bereits durch den ungewöhnlich hohen Zuwachs der Bauproduktion angedeutet. Hintergrund dieser Entwicklung war die sehr milde Witterung im zurückliegenden Winter. Auch

wenn die individuelle Wahrnehmung hiervon mitunter abweichen mag, die Zahl der Frosttage (Tagestemperaturen zeitweise unter 0°C) sowie der Eistage (Temperatur steigt nicht über 0°C) war ungewöhnlich niedrig und begünstigte eine vorgezogene Frühjahrsbelebung am Bau.

Wegen dieses Vorzieheffekts ist jedoch im Umkehrschluss für das laufende Quartal im Bausektor ein leichter Rücksetzer zu erwarten. Die Vorzeichen für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung sind aber dennoch gut. So spricht der jüngste Anstieg der Auftrageingänge für einen positiven Trend in der Industrie. Auch der Konsum sollte wieder etwas stärker zum Wachstum beitragen. Der Beschäftigungsaufbau hat sich sogar noch einmal beschleunigt, was bei weitem nicht nur durch die milde Witterung zu erklären ist. Die Frühindikatoren zeichnen zudem unisono das Bild eines kräftigen Aufschwungs, so dass wir in der Summe mit einem Wachstum von ca. 0,5% Q/Q für das zweite Quartal rechnen.

**Inflationsrate kommt im Mai wieder zurück**

Die Inflationsrate hat im April wie erwartet einen temporären Sprung auf 2,0% Y/Y vollzogen. Hintergrund dieser Entwicklung ist ein temporärer Basiseffekt durch die kalendarische Lage der Osterferien. Dies spiegelt sich u.a. in für die Osterzeit typischen Preissteigerungen bei Kraftstoffen sowie vor allem für Pauschalreisen ins Ausland (+10,7% Y/Y) wider. Dieser Preissprung im Bereich Freizeit (vgl. Chart) hat die Kernrate anziehen lassen, ist aber eben nicht nachhaltig.

**Lage der Osterferien verzerrt Inflationszahlen**

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Economics

Für den Monat Mai werden die Statistiker somit wieder eine geringere Inflationsrate und vor allem einen deutlichen Rückprall der Kernrate

veröffentlichen. Von einer überbordenden Inflation kann – zumindest mit Blick auf die aktuelle Lage – selbst im konjunkturell starken Deutschland keine Rede sein. Dies wird im weiteren Jahresverlauf noch deutlicher werden, wenn auch die Basiseffekte vom Rohölpreis auslaufen.

### Fundamentalprognosen Deutschland

	2016	2017	2018
BIP	1,9	1,6	1,7
Privater Konsum	2,0	1,1	1,4
Öffentl. Konsum	4,0	1,9	1,9
Investitionen	2,3	2,2	3,2
Exporte	2,6	4,4	4,0
Importe	3,7	5,1	4,3
Außenbeitrag <sup>1</sup>	-0,2	0,0	0,1
Inflation <sup>2</sup>	0,4	1,7	1,6
Arbeitslosenquote <sup>3</sup>	6,1	5,7	5,5
Haushaltssaldo <sup>4</sup>	0,8	0,6	0,6
Leistungsbilanzsaldo <sup>4</sup>	8,3	8,1	7,8

Veränderung gg. Vj. in %; <sup>1</sup> Wachstumsbeitrag; <sup>2</sup> HVPI; <sup>3</sup> in % der ziv. Erwerbspersonen (BA-Definition); <sup>4</sup> in % des BIP

### Quartalsprognosen Deutschland

	III/16	IV/16	I/17	II/17	III/17
BIP Q/Q	0,2	0,4	0,6	0,5	0,4
BIP (nsb) Y/Y	1,6	1,3	2,9	0,5	1,4
Inflation Y/Y <sup>1</sup>	0,4	1,0	1,9	1,7	1,7

Veränderung in %; <sup>1</sup> HVPI

### Coming Up...

Datum	Indikator		vorh. Wert
23.05.	BIP <sup>q</sup> , endg.	Q1	0,6%
23.05.	PMI Industrie, vorl.	Mai	58,2
23.05.	PMI Dienstleister, vorl.	Mai	55,4
23.05.	ifo Geschäftsklima	Mai	112,9
24.05.	GfK Verbrauchervertr.	Jun	10,2
29.05.	Importpreise <sup>y</sup>	Apr	6,1%
29.05.	Einzelhandelsumsatz <sup>m</sup>	Apr	0,1%
30.05.	HVPI <sup>y</sup> , vorl.	Mai	2,0%
31.05.	Arbeitslosenquote, sb	Mai	5,8%
07.06.	Auftragseingänge <sup>m</sup>	Apr	1,0%
08.06.	Industrieproduktion <sup>m</sup>	Apr	-0,4%
09.06.	Handelsbilanz (Mrd. €)	Apr	25,4
09.06.	Leistungsbilanz (Mrd. €)	Apr	30,2
09.06.	Exporte <sup>m</sup>	Apr	0,4%
09.06.	Importe <sup>m</sup>	Apr	2,4%
13.06.	ZEW Erwartungen	Jun	20,6
20.06.	Erzeugerpreise <sup>y</sup>	Mai	3,4%

<sup>m</sup> M/M, <sup>y</sup> Y/Y, <sup>q</sup> Q/Q, kursiv: vorl. Ergebnis  
Aktuelle Prognosen in unserem Wochenkalender

Quelle: Bloomberg, Destatis, NORD/LB Economics

### Frankreich

Christian Lips

- Macron neuer Präsident
- Parlamentswahlen im Juni im Fokus
- Moderates Wachstum in Q1 – deutliche Spreadeinengung

Tout est bien qui finit bien! Das Aufatmen an den Märkten, bei Unternehmen und Politik war jedenfalls groß, als sich bestätigte, dass die Franzosen Emmanuel Macron zum neuen Präsidenten Frankreichs gewählt hatten. In der Stichwahl ließ er die Kandidatin Marine Le Pen vom rechtsextremen Front National (FN) mit einem Stimmenanteil von 66,1% gegenüber 33,9% recht deutlich hinter sich. Auf der anderen Seite ist es schon bedenklich, dass immerhin jeder Dritte sein Kreuz bei der erklärten EU-Gegnerin Le Pen gemacht hat und gut vier Mio. Stimmenthaltungen gezählt wurden. François Hollande hat inzwischen die Amtsgeschäfte an Emmanuel Macron übergeben. Eine seiner ersten Amtshandlungen war die Ernennung des konservativen Politikers Édouard Philippe – bislang Bürgermeister der normannischen Stadt Le Havre und Mitglied der Republikaner – zum neuen Premierminister. Beim Kabinett setzt Macron zudem auf eine Mischung aus liberalen Kräften des linken und rechten Parteienspektrums sowie Quereinsteiger. Dies könnte sich als ein cleverer Schachzug mit Blick auf die Parlamentswahlen im Juni erweisen. Seine Bewegung liegt in Umfragen inzwischen mit rund 30% deutlich vorn. Neben der erwarteten Spreadeinengung kam es auch bei den Stimmungsindikatoren zu einer positiven Reaktion auf die Wahl Macrons. Nach einem mäßigen BIP-Wachstum im I. Quartal (+0,3% Q/Q) ist daher mit einer anziehenden konjunkturellen Dynamik im Frühjahr zu rechnen.

### Fundamentalprognosen Frankreich

	2016	2017	2018
BIP	1,1	1,3	1,6
Inflation (HVPI)	0,3	1,3	1,4
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	10,1	10,0	9,6
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-3,4	-3,3	-3,1
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	-1,0	-0,9	-0,8

Veränderung gg. Vj. in %; <sup>1</sup> in % der Erwerbstätigen; <sup>2</sup> in % des BIP

### Zinsen und Spreads Frankreich

	18.05.	3M	6M	12M
10J	0,80	1,00	1,20	1,40
Spread 10J Bund	46	40	40	40

**Italien**

Dr. Jens Kramer

- Außenbeitrag dämpft Wirtschaftswachstum
- Hohe Arbeitslosigkeit tritt auf der Stelle
- Ungewisse politische Weichenstellungen

Wie von uns erwartet konnte die Wirtschaftsleistung in Italien im I. Quartal preis- und saisonbereinigt nur um magere 0,2% Q/Q zulegen. Der wie immer sehr sparsamen Kommentierung der ersten Vorausschätzung durch das Statistikamt Istat lässt sich lediglich entnehmen, dass eine Ausweitung der Binnennachfrage vom Außenbeitrag gedämpft wurde. Entstehungsseitig verringerte sich die im Verarbeitenden Gewerbe erzielte Wertschöpfung. Für die in wesentlichen Teilen auf das Exportgeschäft ausgerichtete italienische Industrie sind das keine guten Nachrichten. Trotz der zuletzt überwiegend einen etwas optimistischeren Ausblick gebenden Stimmungsindikatoren bleiben wir auch für den weiteren Konjunkturverlauf skeptisch und erwarten für dieses und das nächste Jahr ein Wirtschaftswachstum von deutlich unter 1%. Einem kräftigeren Expansionstempo steht vor allem die nach wie vor sehr unbefriedigende Beschäftigungslage entgegen. Die Arbeitslosenquote bewegt sich bereits seit fast zwei Jahren mehr oder minder auf der Stelle und war im März sogar auf 11,7% angestiegen. Neben der bedrohlichen Schiefelage einiger Banken schwebt schließlich die Ungewissheit über die politischen Weichenstellungen wie ein Damoklesschwert über dem Land. Auch wenn es weiterhin nicht nach vorgezogenen Neuwahlen aussieht, ist das Risiko einer Mehrheit für eurokritische, fundamentaloppositionelle und rechtspopulistische Parteien bei der Parlamentswahl im Frühjahr 2018 keineswegs trivial.

**Fundamentalprognosen Italien**

	2016	2017	2018
BIP	1,0	0,8	0,7
Inflation (HVPI)	-0,1	1,8	1,6
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	11,7	11,4	10,8
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-2,4	-2,5	-2,4
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	2,6	1,9	1,5

Veränderung gg. Vj. in %; <sup>1</sup> in % der Erwerbstätigen;  
<sup>2</sup> in % des BIP

**Zinsen und Spreads Italien**

	18.05.	3M	6M	12M
10J	2,15	2,40	2,60	3,00
Spread 10J Bund	181	180	180	200

**Spanien**

Dr. Jens Kramer

- Wirtschaft im I. Quartal auf vollen Touren
- Perspektivisch verhaltenere Gangart
- Höhere Inflation lastet auf realer Kaufkraft

Spaniens Wirtschaft läuft weiterhin auf vollen Touren. Das reale Bruttoinlandsprodukt expandierte im I. Quartal nach Ausschaltung saisonaler Schwankungen um beachtliche 0,8% Q/Q. Die Schlagzahl hat sich damit gegenüber dem bereits in den letzten beiden Jahren hohen Wachstumstempo nicht verringert. Perspektivisch erwarten wir allerdings ein Einpendeln der Wachstumsraten in der Nähe von 0,5% Q/Q und damit eine nicht mehr überschäumende Konjunkturdynamik. Ausschlaggebend für diese etwas verhaltenere Gangart werden die nicht mehr ganz so kräftigen Impulse von den Konsumausgaben der privaten Haushalte sein. Zwar ist das Verbrauchervertrauen im April auf den höchsten Stand seit dem Jahresende 2015 geklettert und die Arbeitslosigkeit baut sich – unter Berücksichtigung von Saison- und Kalendereffekten – in der Tendenz weiter ab. Die verfügbaren Haushaltseinkommen verlieren aber durch die höheren Inflationsraten an realer Kaufkraft. Nach Teuerungsraten von 3,0% Y/Y im Januar und Februar sowie einem zwischenzeitlichen, durch die kalendarische Lage des Osterfestes bedingten Abrutschen auf 2,3% Y/Y im März erhöhten sich die Lebenshaltungskosten in der nationalen Abgrenzung im April wieder um 2,6% Y/Y. Die Kernrate erreichte mit 1,2% Y/Y den höchsten Stand seit dem Sommer 2013. Auch für die nächsten Monate gehen wir von Inflationsraten oberhalb der 2%-Marke aus. Die Schere zwischen nominalen und realen Einkommenszuwächsen bleibt damit ein Stück weit geöffnet.

**Fundamentalprognosen Spanien**

	2016	2017	2018
BIP	3,2	2,6	2,0
Inflation (HVPI)	-0,3	2,4	2,0
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	19,6	17,4	15,4
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-4,5	-3,6	-3,1
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	2,0	1,5	1,4

Veränderung gg. Vj. in %; <sup>1</sup> in % der Erwerbstätigen;  
<sup>2</sup> in % des BIP

**Zinsen und Spreads Spanien**

	18.05.	3M	6M	12M
10J	1,57	1,80	2,00	2,30
Spread 10J Bund	122	120	120	130



## Schweiz

Christian Lips

- Frühindikatoren notieren weiter klar im Wachstumsbereich
- Macron nimmt Druck vom Franken
- SNB: Jordan sieht Raum für Zinssenkung

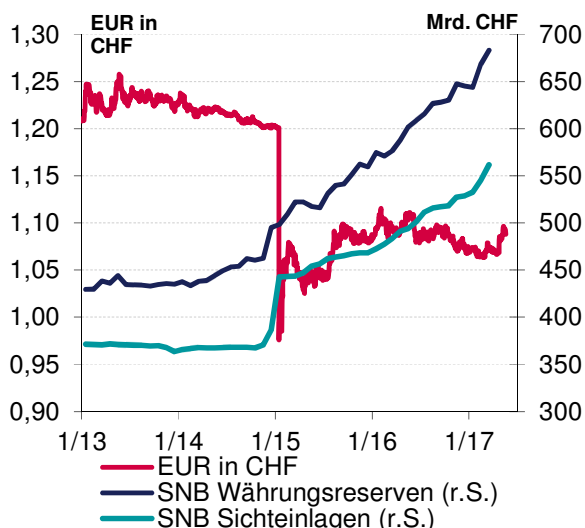
### Frühindikatoren notieren weiter klar im Wachstumsbereich

Nach einem durchweg enttäuschenden zweiten Halbjahr 2016 zeichnet sich für das erste Halbjahr 2017 eine Wachstumsbeschleunigung ab. So kletterte der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe in der Spitze bis auf 58,6 Punkte und notierte zuletzt trotz eines leichten Rückgangs immer noch bei 57,4 Punkten. Vor allem die anhaltend hohen Werte im Bereich von 60 Punkten für die Komponenten Produktion und Auftragseingänge machen Hoffnung auf eine höhere Dynamik bei der industriellen Wertschöpfung. Im April ging zwar ebenfalls das KOF-Konjunkturbarometer auf 106,0 Punkte zurück, verharrt damit jedoch deutlich oberhalb des langjährigen Mittelwerts. Wir rechnen für das erste Quartal mit einem saisonbereinigten Zuwachs des realen BIP um gut 0,5% Q/Q.

### Macron nimmt Druck vom Franken

Der Schweizer Franken stand vor den französischen Präsidentschaftswahlen wochenlang unter einem teils erheblichen Aufwertungsdruck. Nur mit intensiven Devisenmarktinterventionen – der Bestand an Fremdwährungsreserven erhöhte sich allein von Februar bis Ende April um mehr als CHF 50 Mrd. – konnte die SNB eine übermäßige Aufwertung verhindern (vgl. Chart).

### Frühindikatoren weisen aktuell klar aufwärts



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Economics

Mit dem Sieg Emmanuel Macrons im ersten Wahlgang verlor das Risk-off-Motiv vieler Investoren schlagartig an Bedeutung. Der Euro gewann gegenüber dem CHF bis Mitte Mai deutlich an Wert und erreichte zwischenzeitlich fast wieder die Marke von 1,10 CHF je EUR. Aufgrund der anhaltend geringen Zinsdifferenz zu deutschen Bundesanleihen und einem absehbar gemächlichen Ausstiegskurs der EZB sehen wir jedoch dieses Niveau derzeit noch nicht als nachhaltig an.

### SNB sieht Spielraum für weitere Zinssenkung

Die geringe Zinsdifferenz, das nur langsam anziehende Wirtschaftswachstum in Europa und die anhaltend expansive Geldpolitik der EZB sieht die SNB als Hauptursachen für die aus ihrer Sicht noch immer starke Überbewertung des Schweizer Franken – insbesondere zum Euro – an. In einem Interview Ende April betonte daher SNB-Chef Thomas Jordan, dass neben Devisenmarktinterventionen auch Negativzinsen zur Begrenzung des Aufwertungsdrucks notwendig seien. Sofern erforderlich schließt er auch die Möglichkeit einer weiteren Zinssenkung nicht aus. Die SNB wäge nach seinen Angaben immer ab, ob eine weitere Absenkung gerechtfertigt ist und Sinn mache – unter Berücksichtigung der damit verbundenen Nebenwirkungen. Wir glauben nach der jüngsten Abnahme politischer Risiken in Europa indes nicht, dass die den Negativzins noch weitert absenkt. Sollte sich allerdings die politische Unruhe rund um die Administration von Donald Trump massiv ausweiten, könnten neue Safe-haven-Inflows die SNB erneut auf die Probe stellen.

### Fundamentalprognosen Schweiz

	2016	2017	2018
BIP	1,3	1,4	1,8
Inflation (CPI)	-0,4	0,5	0,3
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	3,3	3,2	3,1
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	0,1	0,0	0,1
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	10,7	11,5	11,0

Veränderung gg. Vj. in %; <sup>1</sup> in % der Erwerbstätigen; <sup>2</sup> in % des BIP

### Zinsen und Wechselkurs Schweiz

	18.05.	3M	6M	12M
LIBOR-Zielsatz	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
3M-Satz	-0,73	-0,75	-0,75	-0,75
10J	-0,13	0,10	0,20	0,30
Spread 10J Bund	-48	-50	-60	-70
EUR in CHF	1,09	1,08	1,09	1,10

## Japan

Dr. Stefan Große

- Wirtschaft läuft auf Hochtouren
- Wie geht es weiter?
- Yen als Spielball der Politik

**BIP: Wirtschaft läuft auf Hochtouren**

Wie allseits vermutet hatte die japanische Wirtschaft einen hervorragenden Start in das Jahr 2017. Das BIP-Wachstum im I. Quartal betrug +0,5% Q/Q s.b. (beziehungsweise +2,2% annualisiert). Damit fügt sich auch Japan in das Bild einer global dynamischeren Konjunktur ein. Die japanische Wirtschaft wird dabei von den Exporten unterstützt, mit einem Wachstumsbeitrag von 0,1%. Der private Konsum leistete mit einer Quartalsveränderungsrate von +0,4% den Hauptanteil zu dem guten Ergebnis. Die Investitionen haben sich leicht verbessert. Das Wachstum befindet sich oberhalb des Potenzialpfades und sollte damit auch entsprechende inflationäre Tendenzen mit sich bringen. Das sind gute Nachrichten für die japanische Notenbank, deren Inflationsziel ja noch lange nicht erfüllt ist. Die Konsumentenpreise bewegten sich zuletzt nur knapp oberhalb der Nullprozent-Marke. Die Produzentenpreise im April überraschten zuletzt jedoch mit einem Anstieg +0,2% M/M bzw. 2,1% Y/Y. Das unterstützt die Vermutung über anziehende Preise. Für die am 25. Mai zur Veröffentlichung anstehenden Verbraucherpreise des Berichtsmonats April erwarten wir eine Jahressteigerungsrate in Höhe von 0,5%.

**Wie geht es weiter?**

Wie geht es nun weiter? Tankan und die Statistik der Industrieproduktion unterstützen eine eher optimistische Einschätzung. Zumindest in April und Juni sollte ein hohes Momentum vorhanden sein. Auch einzelne Frühindikatoren wie die Aufträge für die Werkzeugmaschinenbauer deuten auf eine anhaltende Dynamik der japanischen Wirtschaft hin. Allerdings gibt es leichte Bremspuren beim wichtigsten Handelspartner, der Volksrepublik China. Diese mögen vielleicht einmalige Ausrutscher sein, mahnen allerdings dennoch vor zu großem Optimismus hinsichtlich des Wachstumspotenzials. Ohnehin wird es schwer, das aktuelle Tempo aufrecht zu erhalten, daher rechnen wir im 2. Halbjahr mit einer moderateren Entwicklung des BIP. Am aktuellen Rand ist unsere Hauptsorge, dass die Lohnodynamik – trotz der Auslastung – nicht hoch genug ist, um den Konsum auf dem aktuellen Pfad zu

halten. Mittelfristig könnte sich immer noch die USA als Störfaktor erweisen. Nach wie vor ist nicht klar, ob und wie Donald Trump den globalen Außenhandel stören wird oder die geopolitische Verspannung weiter anheizt, um etwa von innenpolitischen Problemen abzulenken.

**Yen als Spielball der Politik**

Der japanische Yen wird seiner Rolle als sicherer Hafen weiter gerecht. Dies ist auch im aktuellen Umfeld, das derzeit vor allem von politischen Themen geprägt ist, der Fall. Da ist es wenig überraschend, dass diese sich im Yen Kurs ablesen lassen. Prägende Themen waren in diesem Monat vor allem die Wahlen in Frankreich und der amerikanische Präsident. Der Erfolg des wirtschaftsliberalen Macron half, den Yen abzuwerten. Die europäische Existenzkrise wurde zumindest am aktuellen Rand vertagt. Die innenpolitischen Auseinandersetzungen in den Vereinigten Staaten insbesondere im Zusammenhang mit den Beziehungen Donald Trumps respektive seines Teams zu Russland belastete hingegen wieder die Stimmung und machten einen großen Teil der Yen-Abwertung wieder hinfällig. In der Summe hat sich trotz hoher Volatilität wenig verändert und sich somit unsere Prognose bestätigt. Auch in den kommenden Monaten rechnen wir mit einer Seitwärtstendenz bei hoher Schwankungsbreite. Dabei dürften aber die wirtschaftlichen und geldpolitischen Themen demnächst wieder stärker in den Fokus treten.

**Fundamentalprognosen Japan**

	2016	2017	2018
BIP	1,0	1,4	0,6
Inflation	-0,1	0,8	1,7
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	3,1	3,0	3,4
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-5,7	-5,1	-4,8
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	3,7	3,9	3,8

Veränderung ggü. Vj. in %; <sup>1</sup> in % der Erwerbstätigen; <sup>2</sup> in % des BIP

**Zinsen und Wechselkurs Japan**

	18.05.	3M	6M	12M
Call rate	0,00	-0,10	-0,10	-0,10
3M-Satz	-0,01	0,00	0,00	0,00
10J	0,05	0,06	0,08	0,10
Spread 10J Bund	-29	-54	-72	-90
EUR in JPY	124	120	124	128
USD in JPY	111	112	113	115

## China

Frederik Kunze

- Wirtschaftsaktivität verliert an Schwung
- Pekings „Window of Opportunity“?
- Chinas Finanzmärkte als Tailrisiko?

**Wirtschaftsaktivität verliert an Schwung**

Nach einem mit Blick auf die konjunkturelle Dynamik starkem I. Quartal hat die Wirtschaftsaktivität im Berichtsmonat April etwas an Schwung verloren. So legte z. B. die Industrieproduktion zuletzt nur noch um 6,5% Y/Y (Vormonat: +7,6% Y/Y) zu. Diese Entwicklung passt zu den zu beobachtenden Rücksetzern bei den einschlägigen Einkaufsmanagerbefragungen. Der „offizielle PMI“ für das verarbeitende Gewerbe, welcher gemeinsam von der nationalen Statistikbehörde Peking sowie der China Federation of Logistics and Purchasing erhoben wird, gab auf 51,2 Punkte nach (Vormonat: 51,8). Auch der Caixin PMI Manufacturing deutet mit einem Rückgang um 0,9 Zähler auf nunmehr 50,3 Punkte im April eine rückläufige Dynamik im chinesischen Industriesektor an. Gleichwohl würden wir davor warnen wollen, diese Angaben zu negativ zu interpretieren. Schließlich notieren beide Indikatoren noch im Wachstum andeutenden Bereich – also oberhalb der 50-Punkte-Marke. Darüber hinaus wären wir schon fast geneigt, nach dem überraschend hohen Wachstumstempo im I. Quartal von einer willkommenen Entwicklung zu sprechen. Mit Blick auf die Außenhandelsaktivitäten der weltweit zweitgrößten Volkswirtschaft kann außerdem weiterhin von einem dynamischen Wachstumspfad gesprochen werden. Auch wenn die jüngsten offiziellen Angaben der Zollbehörden etwas hinter den Erwartungen zurückblieben, steht für die ersten vier Monate des Jahres im Mittel ein Zuwachs der in US-Dollar denominierten Ausfuhren um 7,6% Y/Y zu Buche. Für das Gesamtjahr 2017 haben wir unsere Prognose entsprechend nach oben angepasst und gehen nun von einem Exportzuwachs von 5,5% aus. Auch mit Blick auf die Einfuhren ist von einer mehr als robusten Dynamik zu sprechen. In den Monaten Januar bis April 2017 verzeichneten die Importe ein Wachstum von durchschnittlich fast 22% Y/Y – im Gesamtjahr 2017 erwarten wir nun einen Anstieg um 8,5%.

**Pekings „Window of Opportunity“?**

Die außenwirtschaftliche Strategie Pekings wurde zuletzt insbesondere durch ein Projekt mehr

oder weniger offensichtlich. So hat Staatspräsident Xi am 14. und 15. Mai zum Belt and Road Forum geladen. Die mit fast 30 Staatschefs sowie Vertretern von IWF, Weltbank und den Vereinten Nationen hochkarätig besetzte Zusammenkunft hat Peking genutzt, um das Großvorhaben One Belt & One Road (OBOR) weiter voranzutreiben. Vor dem Hintergrund der nicht zuletzt von US-Präsident Trump angestoßenen Debatte über die Zukunft des Freihandels ergibt sich für China durchaus eine günstige Gelegenheit, als Advokat für internationale Zusammenarbeitsmodelle aufzutreten. Dieser Faktor dürfte kurzfristig sogar weitaus bedeutender sein, als die Wachstumsimpulse, die sich aus den Projekten im Rahmen der OBOR-Initiativen für die chinesische Volkswirtschaft ergeben.

**Chinas Finanzmärkte als Tailrisiko?**

Auch die Zentralbank scheint weiterhin eine Gelegenheit beim Schopfe zu packen. So versucht die PBOC weiterhin, exzessiven Entwicklungen an den Finanzmärkten entgegenzutreten. Dies wird nicht zuletzt durch eine verknappte Liquidität und anziehende Interbankensätze offensichtlich. Viele Marktbeobachter nehmen diesen Sachverhalt aber auch als mögliches Tailrisiko wahr. Tatsächlich muss mit Kollateralschäden an den Finanzmärkten gerechnet werden – sollte es Peking mit dem „Deleveraging“ ernst meinen. Gleichwohl würde Peking einen wichtigen Schritt in die richtige Richtung gehen. Der Renminbi wird in diesem Umfeld jedoch erneut unter Druck kommen, so dass wir weiterhin von einer Abwertung gegenüber dem US-Dollar ausgehen.

**Fundamentalprognosen China**

	2016	2017	2018
BIP	6,7	6,5	6,3
Inflation	2,0	2,0	2,4
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	4,2	4,2	4,3
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-3,5	-3,6	-3,6
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	1,8	2,3	2,1

Veränderung ggü. Vj. in %; <sup>1</sup> in % der Erwerbstätigen; <sup>2</sup> in % des BIP

**Zinsen und Wechselkurs China**

	18.05.	3M	6M	12M
Einlagensatz	1,50	1,50	1,50	1,50
3M-SHIBOR	4,44	4,35	4,30	4,30
10J	3,61	3,80	3,85	3,90
Spread 10J Bund	327	320	305	290
EUR in CNY	7,65	7,51	7,70	7,88
USD in CNY	6,87	6,95	7,00	7,10

**Großbritannien**

Dr. Jens Kramer

- Gebremstes Expansionstempo im I. Quartal
- Preissprung dämpft Konsumausgaben
- Bank of England im geldpolitischen Spagat

**Gebremstes Expansionstempo im I. Quartal**

Die im vergangenen Jahr auch nach dem Brexit-Referendum so bemerkenswert robuste Wachstumsdynamik im Vereinigten Königreich hat sich inzwischen nun doch merklich abgeschwächt. In den ersten drei Monaten des Jahres weitete sich die Wirtschaftsleistung um saison- und preisbereinigt nur noch um 0,3% Q/Q gegenüber der Vorperiode aus – nach teilweise noch mehr als doppelt so hohen Wachstumsraten in den Quartalen davor. Mit den ersten Vorausschätzungen, die sich auf nur 44% der erforderlichen Daten stützen, veröffentlicht das Office for National Statistics stets nur wenige entstehungsseitige Detailinformationen. Demnach ist das deutlich gebremste Expansionstempo im Dienstleistungssektor sowie im Baugewerbe für die konjunkturelle Abkühlung verantwortlich. In der Industrie waren hingegen keine Bremsspuren erkennbar.

**Preissprung dämpft Konsumausgaben**

Belastet werden die Binnennachfrage und hierbei vor allem die privaten Konsumausgaben von der zunehmenden Teuerung. Im April kletterte die Inflationsrate bei den Verbraucherpreisen auf 2,7% Y/Y. Neben Sondereffekten durch die kalendarische Lage des Osterfestes waren höhere Energiepreise und gestiegene Kosten für Bekleidung und Schuhe für den Preissprung verantwortlich. Auch die Kernrate zog merklich auf 2,4% Y/Y von zuvor 1,8% an. Da die Lohnentwicklung mit der anziehenden Teuerung nicht mehr mithält, engt sich der Expansionspielraum der real verfügbaren Haushaltseinkommen trotz der bisher noch weitgehend stabilen Arbeitsmarktlage zusehends ein. Wir gehen angesichts des in der Gemengelage schwieriger Brexit-Verhandlungen weiterhin schwachen Wechselkurses des Pfund davon aus, dass die Inflationsraten bis auf weiteres oberhalb von 2,5% verbleiben werden. Auch wenn der aus den 70er Jahren so manchem noch bekannte Begriff der Stagflation die prekäre gesamtwirtschaftliche Konstellation sicher nicht zutreffend kennzeichnet, ist die britische Wirtschaft um die Paarung

von zunehmendem Preisdruck und konjunktureller Abkühlung nicht zu beneiden.

**Bank of England im geldpolitischen Spagat**

Die Bank of England hat auf ihrer Sitzung am 11. Mai erwartungsgemäß beschlossen, alle relevanten geldpolitischen Parameter unverändert zu belassen. Bei der Abstimmung zum Leitzins votierte Kristin Forbes abermals für eine Anhebung der Bank Rate um 25 Basispunkte. In ihrem Inflation Report hat die Notenbank die Wachstumsprognose für dieses Jahr leicht nach unten und die Inflationsprognose merklich nach oben revidiert. Allen Projektionen liegt allerdings die Annahme eines „Smooth Brexit“ zugrunde. Nach der vorgezogenen Parlamentswahl am 8. Juni wird Premierministerin May voraussichtlich innenpolitisch gestärkt in die äußerst schwierigen Brexit-Verhandlungen mit der EU gehen. Die sehr klar und wenig nachgiebig formulierte Linie der verbleibenden 27 EU-Länder und die durch einige Indiskretionen noch einmal besonders augenfällig gewordenen ziemlich halsstarrigen Positionen von Frau May und ihren Unterhändlern lassen nichts Gutes ahnen. Nach einem „Smooth Brexit“ sieht es jedenfalls nicht gerade aus. Die Bank of England wird auch dann ihren Beitrag dazu leisten müssen, die britische Wirtschaft mit ruhiger Hand durch die absehbaren Turbulenzen zu steuern – selbst wenn sie jetzt andere Annahmen getroffen hat. Wir bleiben bei unserer Einschätzung, wonach die geldpolitische Geradeausfahrt mindestens bis Ende nächsten Jahres alternativlos bleibt.

**Fundamentalprognosen Großbritannien**

	2016	2017	2018
BIP	1,8	1,3	0,8
Inflation (CPI)	0,6	2,6	2,6
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	4,9	4,8	5,5
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-3,0	-3,3	-3,9
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	-4,4	-4,5	-4,4

Veränderung ggü. Vj. in %; <sup>1</sup> in % der Erwerbstätigen nach ILO-Konzept; <sup>2</sup> in % des BIP

**Zinsen und Wechselkurs Großbritannien**

	18.05.	3M	6M	12M
Reposatz	0,25	0,25	0,25	0,25
3M-Satz	0,31	0,35	0,35	0,40
10J	1,06	1,20	1,30	1,50
Spread 10J Bund	72	60	50	50
EUR in GBP	0,86	0,90	0,90	0,95
GBP in USD	1,29	1,20	1,22	1,17

**Kanada** Tobias Basse, Bernd Krampen

- Notenbank sollte weiter abwarten
- US-Wirtschaftspolitik als Risiko
- Immobilienmarkt weiterhin im Fokus

Die kanadischen Zentralbanker werden am aktuellen Rand auch weiterhin keinen geldpolitischen Handlungsbedarf sehen und das Leitzinsniveau entsprechend nicht verändern wollen. Die Volatilität beim Ölpreis, die in Kanada größere ökonomische Unsicherheiten schafft, könnte zu einem Problem für die Notenbank werden. Auch die Wirtschaftspolitik der neuen US-Regierung sorgt für erhöhte Konjunkturrisiken beim nördlichen Nachbarn der Vereinigten Staaten. Notenbankchef Stephen Poloz wies jüngst unmissverständlich auf mögliche Belastungen durch die wirtschaftspolitischen Entscheidungen in Washington hin. Es gibt aber auch gute Gründe gegen eine Leitzinssenkung. Die Hauspreisentwicklung in Toronto ist in diesem Kontext von hoher Bedeutung. Nach Auffassung der Notenbank haben sich die Immobilienpreise möglicherweise bereits von den fundamentalen Einflussfaktoren entkoppelt, was gegen eine lockere Geldpolitik der Zentralbank spricht. In der Summe sollte die Notenbank also vorerst weiter abwarten. Mittlerweile hat die regionale Regierung in Ontario zudem Maßnahmen zur Dämpfung des Preisanstiegs von Immobilien in Toronto ergriffen. Neben weiteren Regelungen zur Beschränkung von Mieterhöhungen will man auch 12 staatliche Programme zur Förderung des Baus von neuem Wohnraum auflegen.

**Fundamentalprognosen Kanada**

	2016	2017	2018
BIP	1,4	2,3	2,0
Inflation	1,4	1,9	2,0
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	7,0	6,6	6,6
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-1,2	-1,5	-1,7
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	-3,3	-2,6	-2,2

Veränderung ggü. Vj. in %; <sup>1</sup> in % der Erwerbstätigen; <sup>2</sup> in % des BIP

**Zinsen und Wechselkurs Kanada**

	18.05.	3M	6M	12M
O/N-Zielsatz	0,50	0,50	0,50	0,75
3M-Satz	0,52	0,55	0,65	0,85
10J	1,45	1,70	1,85	2,10
Spread 10J Bund	110	110	105	110
EUR in CAD	1,51	1,47	1,50	1,52
USD in CAD	1,36	1,36	1,36	1,37

**Mexiko** Tobias Basse, Bernd Krampen

- Starkes Wachstum in Q1 trotz Trump
- Erneute Leitzinsanhebung durch Banxico
- MXN stabilisiert sich

Die mexikanische Volkswirtschaft präsentiert sich allen Unkenrufen zum Trotz bemerkenswert stabil – bisher. Auch im I. Quartal konnte das Land mit einem soliden BIP-Wachstum von 0,6% Q/Q (nach 0,7 Q/Q in Q4) positiv überraschen. Entsprechend gehen wir für das Gesamtjahr 2017 von einem Plus von leicht nach oben revidierten 1,8% Y/Y aus. Während die Impulse vom Dienstleistungssektor ausgingen und vermutlich im weiteren Jahresverlauf aufgrund eines zu erwartenden anhaltend robusten Arbeitsmarkts kaum abnehmen werden, hat die Industrie mit dem niedrigen Ölpreis und den Verunsicherungen durch die US-Politik zu kämpfen. Deutlich angezogen ist die Inflationsrate bis knapp unter 6% auf den höchsten Stand seit 2008; die Liberalisierung der Benzinpreise trug dazu bei. Obwohl die Inflationserwartungen bisher nur relativ moderat anzogen, muss die Notenbank Inflationstendenzen entgegenwirken. So hat sie am 18. Mai den Leitzins erneut angehoben und wird im Schlepptau der Federal Reserve im Juni und September nochmals tätig werden. Neubewertungen der Reserven erlaubten Banxico, dem Finanzministerium eine beträchtliche Summe zu übertragen, was das staatliche Haushaltsdefizit im laufenden Jahr verringert und das Rating sichern könnte. Entsprechend stabil notiert der Peso. Der USD liegt bei wieder unter 19 Peso.

**Fundamentalprognosen Mexiko**

	2016	2017	2018
BIP	2,3	1,8	1,9
Inflation	2,8	5,6	4,0
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	3,9	4,0	4,2
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-2,5	-2,0	-2,5
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	-2,6	-2,7	-2,5

Veränderung ggü. Vj. in %; <sup>1</sup> in % der Erwerbstätigen; <sup>2</sup> in % des BIP

**Zinsen und Wechselkurs Mexiko**

	18.05.	3M	6M	12M
O/N-Zielsatz	6,75	7,00	7,25	7,25
3M-Satz	6,81	7,15	7,40	7,40
10J	7,22	7,50	7,80	8,00
Spread 10J Bund	688	690	700	700
EUR in MXN	20,91	21,06	22,00	22,20
USD in MXN	18,84	19,50	20,00	20,00

**Australien** Tobias Basse, Bernd Krampen

- Regierung setzt auf Infrastrukturausgaben
- Wachstum ohne Beschäftigungsaufbau
- RBA abwartend an der Seitenlinie

Ganz im Sinne der Notenbank drückte die Regierung in Canberra am 9. Mai den Stimulierungsknopf: Mit einem umfangreichen Ausgabenplan für neue Infrastrukturmaßnahmen sollen die Grundlagen für ein nachhaltiges Wachstum und einen stärkeren Beschäftigungsaufbau gelegt werden. Die australische Volkswirtschaft leidet seit Jahren unter dem Phänomen „jobless growth“, was auch mit den Abhängigkeiten des Landes von den Rohstoffpreisen, der Immigration und dem Häuserpreisboom zusammen hängt. Eine Stabilisierung der Preise von Stahl, Eisenerz und Kohle – nicht zuletzt aufgrund der wieder verbesserten globalen Aussichten wie auch der für das Exportzielland China – hat den Druck auf den Bergbausektor zuletzt etwas vermindert. Die Risiken aber bleiben. Zudem stagniert die Arbeitslosenquote auf einem für das Wachstum zu hohen Niveau. Entsprechend sollen die Impulse nun von der Fiskalpolitik kommen, wobei die Gefahr erkannt wird, das sehr gute AAA-Rating aufs Spiel zu setzen. Ob dies gelingt, bleibt abzuwarten. Die Inflationsrate bei unkritischen 2% spricht dafür, dass die RBA abwarten und analysieren wird, wie die fiskalischen Impulse wirken werden. Dieses Szenario sollte für eine seitwärts bis leicht aufwärts gerichtete Tendenz am langen Ende der Zinskurve und für nur wenige Impulse beim australischen Dollar sorgen.

**Fundamentalprognosen Australien**

	2016	2017	2018
BIP	2,5	2,6	2,9
Inflation	1,3	2,2	2,3
Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	5,7	5,7	5,6
Haushaltssaldo <sup>2</sup>	-2,5	-2,5	-2,0
Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>	-2,7	-1,1	-1,6

Veränderung ggü. Vj. in %; <sup>1</sup> in % der Erwerbstätigen; <sup>2</sup> in % des BIP

**Zinsen und Wechselkurs Australien**

	18.05.	3M	6M	12M
Cash target rate	1,50	1,50	1,50	1,50
3M-Satz	1,73	1,75	1,75	1,75
10J	2,53	2,60	2,65	2,75
Spread 10J Bund	219	200	185	175
EUR in AUD	1,50	1,46	1,49	1,50
USD in AUD	1,35	1,35	1,35	1,35

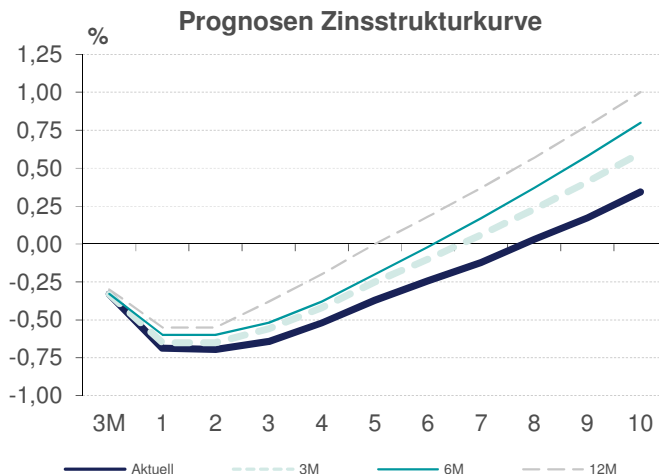
**Änderungen****Hinweise**

Die in der vorliegenden Publikation ausgewiesenen historischen Daten stammen von Feri sowie Bloomberg (Finanzmarktzeitreihen). Alle Finanzmarktzeitreihen (Wechselkurse, Zinsen, Renditen) werden auf Schlusskursbasis ausgewiesen.

Portfoliostrategien

Zinsstrukturkurve Euroland

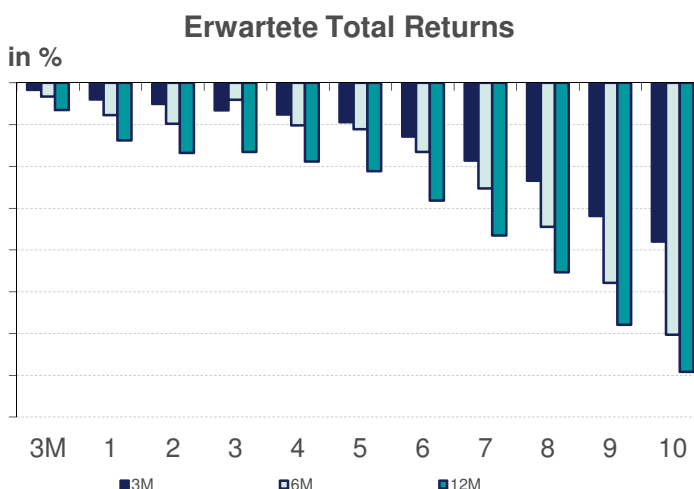
	Renditen (in %)	NORD/LB Prognose auf Sicht von		
	aktuell	3M	6M	12M
3M	-0,33	-0,33	-0,33	-0,30
1J	-0,69	-0,65	-0,60	-0,55
2J	-0,70	-0,65	-0,60	-0,55
3J	-0,64	-0,56	-0,52	-0,38
4J	-0,52	-0,42	-0,38	-0,20
5J	-0,37	-0,25	-0,20	0,00
6J	-0,24	-0,10	-0,02	0,18
7J	-0,12	0,06	0,17	0,37
8J	0,03	0,23	0,37	0,57
9J	0,17	0,41	0,58	0,78
10J	0,34	0,60	0,80	1,00



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Economics

**Einschätzung:** Wie von uns prognostiziert haben die Märkte erleichtert auf die Wahl Emmanuel Macrons reagiert, die Spreads französischer Staatsanleihen zu Bunds engten sich spürbar ein. Damit verlor auch das Safe-Haven-Motiv für Bund-Investments an Bedeutung, was sich in einem merklichen Anstieg der deutschen Kapitalmarktrenditen niederschlug. Bundesanleihen mit zehn Jahren Restlaufzeit rentierten zwischenzeitlich über 0,45%. Allerdings schickten die politischen Turbulenzen in Washington die Bundrenditen Mitte Mai wieder abwärts. Diesen neuerlichen Anstieg der Risikoaversion halten wir – sofern keine dramatischen neuen Enthüllungen folgen – für ein temporäres Phänomen. Insofern richtet sich nun der Blick auf die EZB. Aus dem Kreis der Ratsmitglieder sind vermehrt Stimmen für eine baldige Anpassung der Kommunikation zu vernehmen. Wir erwarten für Juni eine Adjustierung der Risikobewertung und für September die Ankündigung eines Taperings für 2018. Trotz Trump sind daher ein weiterer Anstieg der Kapitalmarktrenditen und somit auf 3-, 6- und 12-Monatssicht negative Total Returns wahrscheinlich.

	Total Returns (in %) auf Sicht von		
	3M	6M	12M
3M	-0,08	-0,17	-0,33
1J	-0,20	-0,39	-0,69
2J	-0,25	-0,49	-0,84
3J	-0,33	-0,20	-0,83
4J	-0,38	-0,51	-0,94
5J	-0,47	-0,56	-1,06
6J	-0,64	-0,83	-1,41
7J	-0,93	-1,26	-1,83
8J	-1,17	-1,72	-2,27
9J	-1,59	-2,39	-2,90
10J	-1,90	-3,01	-3,46



Quelle: NORD/LB Economics

Der Total Return misst den absoluten Ertrag einer Anlage im betrachteten Zeithorizont unter Berücksichtigung der zeitanteiligen Rendite zuzüglich der aufgrund der prognostizierten Zinsstrukturkurvenveränderung zu erwartenden Kursgewinne bzw. -verluste.

## Portfoliostrategien

### Zinsstrukturkurve international – 3-Monats- und 12-Monatssicht

#### Auf 3-Monatssicht

##### Erwartete Total Returns (in %) in Euro

	EUR	USD	GBP	JPY	CHF
<b>3M</b>					
<b>1J</b>	-0,2	3,1	-4,9	2,9	0,4
<b>2J</b>	-0,3	3,0	-4,9	2,9	0,4
<b>3J</b>	-0,3	2,8	-5,0	2,8	0,4
<b>4J</b>	-0,4	2,6	-5,2	2,8	0,2
<b>5J</b>	-0,5	2,4	-5,1	2,7	0,2
<b>6J</b>	-0,6	2,4	-5,5	2,7	-0,1
<b>7J</b>	-0,9	2,2	-5,6	2,7	-0,2
<b>8J</b>	-1,2	2,0	-5,6	2,7	-0,5
<b>9J</b>	-1,6	2,0	-5,4	2,7	-1,1
<b>10J</b>	-1,9	1,9	-5,6	2,7	-1,1

##### Erwartete Total Returns (in %) in Landeswährung

	USD	GBP	JPY	CHF
<b>3M</b>				
<b>1J</b>	0,1	0,0	0,0	-0,3
<b>2J</b>	0,0	-0,1	0,0	-0,3
<b>3J</b>	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3
<b>4J</b>	-0,4	-0,4	-0,1	-0,5
<b>5J</b>	-0,6	-0,2	-0,2	-0,5
<b>6J</b>	-0,6	-0,6	-0,2	-0,8
<b>7J</b>	-0,8	-0,7	-0,1	-0,9
<b>8J</b>	-1,0	-0,8	-0,2	-1,2
<b>9J</b>	-1,0	-0,6	-0,2	-1,8
<b>10J</b>	-1,0	-0,8	-0,2	-1,8

*Kurzfristige 3M-Strategie (in Euro):* Bei Investments in europäische Staatsanleihen (Bunds) muss über alle Laufzeitenbereiche mit negativen Total Returns gerechnet werden. Eine Portfoliodiversifizierung ist allein aus diesem Grund schon anzuraten. In Betracht gezogen werden sollten Engagements in den US-Dollar und in den japanischen Yen mit durchweg positiven Total Returns. Während der Schweizer Franken kaum lukrativ erscheint, sollte das britische Pfund nicht in Erwägung gezogen werden.

#### Auf 12-Monatssicht

##### Erwartete Total Returns (in %) in Euro

	EUR	USD	GBP	JPY	CHF
<b>3M</b>					
<b>1J</b>	-0,7	1,3	-9,8	-3,7	-2,1
<b>2J</b>	-0,8	0,9	-9,8	-3,8	-2,1
<b>3J</b>	-0,8	0,6	-9,8	-3,9	-2,1
<b>4J</b>	-0,9	0,4	-9,9	-4,0	-2,3
<b>5J</b>	-1,1	0,2	-9,6	-4,1	-2,5
<b>6J</b>	-1,4	0,1	-10,1	-4,2	-2,9
<b>7J</b>	-1,8	-0,2	-10,4	-4,1	-3,0
<b>8J</b>	-2,3	-0,5	-10,7	-4,1	-3,2
<b>9J</b>	-2,9	-0,9	-10,8	-4,0	-3,8
<b>10J</b>	-3,5	-1,1	-11,2	-3,8	-4,1

##### Erwartete Total Returns (in %) in Landeswährung

	USD	GBP	JPY	CHF
<b>3M</b>				
<b>1J</b>	1,1	0,1	-0,2	-1,0
<b>2J</b>	0,7	0,0	-0,2	-1,0
<b>3J</b>	0,3	0,1	-0,3	-1,0
<b>4J</b>	0,2	0,0	-0,4	-1,2
<b>5J</b>	-0,1	0,3	-0,6	-1,4
<b>6J</b>	-0,1	-0,2	-0,6	-1,8
<b>7J</b>	-0,4	-0,6	-0,6	-1,9
<b>8J</b>	-0,7	-0,9	-0,6	-2,1
<b>9J</b>	-1,1	-1,1	-0,4	-2,8
<b>10J</b>	-1,4	-1,5	-0,3	-3,0

Quelle: NORD/LB Economics

*Langfristige 12M-Strategie (in Euro):* Auch längerfristig betrachtet dürfen europäische Staatsanleihen (deutsche Bunds) ber die gesamte Laufzeitenkurve nur negative Total Returns abwerfen. Eine anzurathende Portfoliobeimischung ist schwierig, da kaum interessante Alternativen auszumachen sind. Das gilt für den Schweizer Franken, den japanischen Yen und insbesondere das britische Pfund. Einzig am kurzen und mittleren Bereich der Kurve in den US-Dollar sind leicht positive Total Returns realistisch.



## Portfoliostrategien

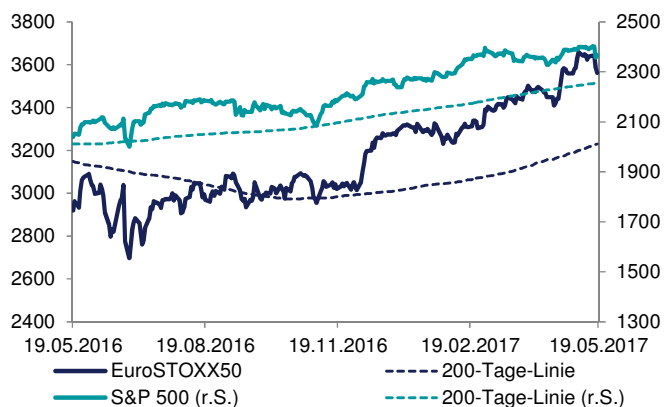
### Aktienmarktstrategie – 3-Monats-, 6-Monats- und 12-Monatssicht

	Wert am	Stand		Performance seit	
	18.05.2017	Vormonat	Jahresbeginn	Vormonat	Jahresbeginn
<b>DAX</b>	12.631,61	12.438,01	11.481,06	1,56%	10,02%
<b>MDAX</b>	24.685,71	24.615,79	22.188,94	0,28%	11,25%
<b>EuroSTOXX50</b>	3.584,83	3.559,59	3.290,52	0,71%	8,94%
<b>STOXX50</b>	3.245,06	3.182,80	3.010,55	1,96%	7,79%
<b>STOXX600</b>	391,14	387,09	361,42	1,05%	8,22%
<b>Dow Jones</b>	20.606,93	20.940,51	19.762,60	-1,59%	4,27%
<b>S&amp;P 500</b>	2.357,03	2.384,20	2.238,83	-1,14%	5,28%
<b>Nikkei</b>	19.553,86	19.196,74	19.114,37	1,86%	2,30%

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Economics

*Einschätzung:* Nach der Rekordjagd an den internationalen Aktienmärkten sorgten die politischen Turbulenzen in den USA zwischenzeitlich für einen gewissen Druck auf die Kurse der Dividendenpapiere. Fundamental hat sich beim Blick auf die US-Wirtschaft zwar im Prinzip kaum etwas verändert – wir gehen im II. Quartal noch immer von einer stärkeren Belebung aus. Nach dem Kursanstieg der jüngeren Vergangenheit neigten einige Anleger offenkundig zu Gewinnmitnahmen. Die zuletzt geringe Volatilität an den internationalen Aktienmärkten spricht durchaus für diese Strategie der Investoren. Die Risikoprämien sind so niedrig, dass es sich einfach anbietet, Gewinne zunächst zu realisieren. Durch den zwischenzeitlichen Druck auf die Kurse erhöht sich auch die Volatilität an den Aktienmärkten. Diese Entwicklung mag sogar als gesund bezeichnet werden. Die Ereignisse in Washington müssen natürlich weiterhin genau im Auge behalten werden. Ein stärkeres Abtauchen der Kurse an den internationalen Aktienmärkten dürfte aber wohl erneut die Schnäppchenjäger unter den Investoren anlocken. Insofern ist davon auszugehen, dass die Fallhöhe für den DAX ohne weitere geopolitische Turbulenzen begrenzt sein sollte. Die aktuelle Entwicklung am Aktienmarkt ist aus dieser Perspektive betrachtet vielleicht sogar positiv zu bewerten. Erneuter Kursdruck könnte nämlich zu recht attraktiven Einstiegsmöglichkeiten führen. Die Börse ist bekanntlich keine Einbahnstraße! Ein ähnliches Bild zeichnet sich auch auf dem asiatischen Aktienmarkt. Die anhaltende Gemengelage in der US-Politik sorgte in Asien für eine gewisse Unruhe. Doch auch hier gilt: Sollte sich die Krise nicht weiter verschärfen, ist nicht von einer übermäßigen Stimmungseintrübung auszugehen. Ein Unsicherheitsfaktor von besonderer Bedeutung für die asiatischen Märkte bleibt jedoch die angespannte Situation um Nordkorea, das mit weiteren Raketentests erst kürzlich eine Reaktion seitens des frisch gewählten südkoreanischen Präsidenten Moons provozierte. Dieser hält einen militärischen Konflikt bei weiterer Zuspitzung sogar für wahrscheinlich.

Index	NORD/LB Prognose auf Sicht von		
	3M	6M	12M
<b>DAX</b>	12200	11600	12500
<b>MDAX</b>	24600	23000	25000
<b>EuroSTOXX50</b>	3450	3300	3550
<b>STOXX50</b>	3100	2925	3125
<b>STOXX600</b>	375	355	370
<b>Dow Jones</b>	20200	19900	20400
<b>S&amp;P 500</b>	2325	2250	2350
<b>Nikkei</b>	19000	18800	19200



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Economics. Weitere aktuelle Informationen finden Sie im wöchentlich erscheinenden Strategy Weekly.

## Übersicht Prognosen

## Fundamentalprognosen

in %	BIP-Wachstum			Inflationsrate			Arbeitslosenquote <sup>1</sup>			Haushaltssaldo <sup>2</sup>		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
USA	1,6	2,2	2,3	1,3	2,2	2,3	4,9	4,6	4,6	-4,2	-5,2	-5,5
Euroland	1,7	1,7	1,7	0,2	1,6	1,5	10,0	9,3	8,9	-1,5	-1,4	-1,2
Deutschland	1,9	1,6	1,7	0,4	1,7	1,6	6,1	5,7	5,5	0,8	0,6	0,6
Frankreich	1,1	1,3	1,6	0,3	1,3	1,4	10,1	10,0	9,6	-3,4	-3,3	-3,1
Italien	1,0	0,8	0,7	-0,1	1,8	1,6	11,7	11,4	10,8	-2,4	-2,5	-2,4
Spanien	3,2	2,6	2,0	-0,3	2,4	2,0	19,6	17,4	15,4	-4,5	-3,6	-3,1
Japan	1,0	1,4	0,6	-0,1	0,8	1,7	3,1	3,0	3,4	-5,7	-5,1	-4,8
Großbritannien	1,8	1,3	0,8	0,6	2,6	2,6	4,9	4,8	5,5	-3,0	-3,3	-3,9
Schweiz	1,3	1,4	1,8	-0,4	0,5	0,3	3,3	3,2	3,1	0,1	0,0	0,1
China	6,7	6,5	6,3	2,0	2,0	2,4	4,2	4,2	4,3	-3,5	-3,6	-3,6
Kanada	1,4	2,3	2,0	1,4	1,9	2,0	7,0	6,6	6,6	-1,2	-1,5	-1,7
Mexiko	2,3	1,8	1,9	2,8	5,6	4,0	3,9	4,0	4,2	-2,5	-2,0	-2,5
Australien	2,5	2,6	2,9	1,3	2,2	2,3	5,7	5,7	5,6	-2,5	-2,5	-2,0

Veränderung ggü. Vj. in %; <sup>1</sup> in % der Erwerbstätigen (Deutschland: BA-Definition); <sup>2</sup> in % des BIP

Quelle: Feri, NORD/LB Economics

## Leitzinsen

in %	18.05.17	3M	6M	12M
USD	1,00	1,25	1,50	1,75
EUR	0,00	0,00	0,00	0,00
JPY	0,10	-0,10	-0,10	-0,10
GBP	0,25	0,25	0,25	0,25
CHF	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
CNY	1,50	1,50	1,50	1,50
CAD	0,50	0,50	0,50	0,75
MXN	7,00	7,00	7,25	7,25
AUD	1,50	1,50	1,50	1,50

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Economics

## Wechselkurse

EUR	18.05.17	3M	6M	12M
in...	18.05.17	3M	6M	12M
USD	1,11	1,08	1,10	1,11
JPY	124	120	124	128
GBP	0,86	0,90	0,90	0,95
CHF	1,09	1,08	1,09	1,10
CNY	7,65	7,51	7,70	7,88
CAD	1,51	1,47	1,50	1,52
MXN	20,91	21,06	22,00	22,20
AUD	1,50	1,46	1,49	1,50

## Zinsen (Staatsanleihen)

	3M-Sätze				Renditen 2J				Renditen 5J				Renditen 10J			
	18.05.	3M	6M	12M	18.05.	3M	6M	12M	18.05.	3M	6M	12M	18.05.	3M	6M	12M
USD	1,17	1,45	1,60	2,00	1,27	1,50	1,65	2,00	1,77	2,05	2,15	2,35	2,23	2,45	2,55	2,75
EUR	-0,33	-0,33	-0,33	-0,30	-0,70	-0,65	-0,60	-0,55	-0,37	-0,25	-0,20	0,00	0,34	0,60	0,80	1,00
JPY	-0,01	0,00	0,00	0,00	-0,15	-0,16	-0,16	-0,05	-0,10	-0,08	-0,06	0,02	0,05	0,06	0,08	0,10
GBP	0,31	0,35	0,35	0,40	0,11	0,15	0,15	0,20	0,49	0,60	0,65	0,75	1,06	1,20	1,30	1,50
CHF	-0,73	-0,75	-0,75	-0,75	-0,92	-0,85	-0,80	-0,70	-0,61	-0,50	-0,45	-0,25	-0,13	0,10	0,20	0,30

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Economics

## Spreads (Bp)

	3M EURIBOR				2J Bund				5J Bund				10J Bund			
	18.05.	3M	6M	12M	18.05.	3M	6M	12M	18.05.	3M	6M	12M	18.05.	3M	6M	12M
USD	150	178	193	230	196	215	225	255	214	230	235	235	189	185	175	175
JPY	32	33	33	30	54	49	44	50	27	17	14	2	-29	-54	-72	-90
GBP	64	68	68	70	80	80	75	75	86	85	85	75	72	60	50	50
CHF	-40	-42	-42	-45	-23	-20	-20	-15	-23	-25	-25	-25	-48	-50	-60	-70

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Economics

## Ihre Ansprechpartner

### NORD/LB Economics

Torsten Windels (Chefvolkswirt): Tel. 0511/361-2008, E-Mail: [torsten.windels@nordlb.de](mailto:torsten.windels@nordlb.de)

Tobias Basse (USA, Kanada, Mexiko, Australien, Strategy): Tel. 0511/361-9473, E-Mail: [tobias.basse@nordlb.de](mailto:tobias.basse@nordlb.de)

Dr. Stefan Große (Japan, Euroland, Deutschland, Strategy): Tel. 0511/361-2365, E-Mail: [stefan.grosse@nordlb.de](mailto:stefan.grosse@nordlb.de)

Dr. Jens Kramer (UK, Italien, Spanien, Euroland, Deutschland, Strategy): Tel. 0511/361-6083, Mail: [jens\\_b.kramer@nordlb.de](mailto:jens_b.kramer@nordlb.de)

Bernd Krampen (USA, Kanada, Mexiko, Australien, Strategy): Tel. 0511/361-9472, E-Mail: [bernd.krampen@nordlb.de](mailto:bernd.krampen@nordlb.de)

Frederik Kunze (China, Strategy): Tel. 0511/361-5380, E-Mail: [frederik.kunze@nordlb.de](mailto:frederik.kunze@nordlb.de)

Christian Lips (Euroland, Deutschland, Frankreich, Schweiz, Strategy): Tel. 0511/361-2980, E-Mail: [christian.lips@nordlb.de](mailto:christian.lips@nordlb.de)

Redaktionsschluss: 19. Mai 2017

Der nächste Economic Adviser erscheint am 23.06.2017.

#### Kontakt

Dr. Jens Kramer: [jens\\_b.kramer@nordlb.de](mailto:jens_b.kramer@nordlb.de), Tel. 0511/361-6083

Christian Lips: [christian.lips@nordlb.de](mailto:christian.lips@nordlb.de), Tel. 0511/361-2980

## Disclaimer

Diese Finanzanalyse (nachfolgend als „Analyse“ bezeichnet) ist von der NORDDEUTSCHEN LANDESBANK GIROZENTRALE („NORD/LB“) erstellt worden. Die für die NORD/LB zuständigen Aufsichtsbehörden sind die Europäische Zentralbank („EZB“), Sonnemannstraße 20, D-60314 Frankfurt am Main, und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“), Graurheindorfer Str. 108, D-53117 Bonn und Marie-Curie-Str. 24-28, D-60439 Frankfurt am Main. Sofern Ihnen diese Analyse durch Ihre Sparkasse überreicht worden ist, unterliegt auch diese Sparkasse der Aufsicht der BaFin und ggf. auch der EZB. Eine Überprüfung oder Billigung dieser Präsentation oder der hierin beschriebenen Produkte oder Dienstleistungen durch die zuständige Aufsichtsbehörde ist grundsätzlich nicht erfolgt.

Diese Analyse richtet sich ausschließlich an Empfänger in Deutschland (nachfolgend als „relevante Personen“ oder „Empfänger“ bezeichnet). Die Inhalte dieser Analyse werden den Empfängern auf streng vertraulicher Basis gewährt und die Empfänger erklären mit der Entgegennahme dieser Analyse ihr Einverständnis, diese nicht ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der NORD/LB an Dritte weiterzugeben, zu kopieren und/oder zu reproduzieren. Die in dieser Analyse untersuchten Werte sind nur an die relevanten Personen gerichtet und andere Personen als die relevanten Personen dürfen nicht auf diese Analyse vertrauen. Insbesondere darf weder diese Analyse noch eine Kopie hiervon nach Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in ihre Territorien oder Besitztümer gebracht oder übertragen oder an Mitarbeiter oder an verbundene Gesellschaften in diesen Rechtsordnungen ansässiger Empfänger verteilt werden.

Diese Analyse wurde in Übereinstimmung mit den anwendbaren Bestimmungen des Wertpapierhandelsgesetzes und der Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten erstellt. Der Bereich Research der NORD/LB ist in organisatorischer, hierarchischer, funktionseller und örtlicher Hinsicht unabhängig von Bereichen, die für die Emission von Wertpapieren und für Investment Banking, für den Wertpapierhandel (einschließlich Eigenhandel) mit und Verkauf von Wertpapieren und für das Kreditgeschäft verantwortlich sind.

Diese Analyse und die hierin enthaltenen Informationen wurden ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und werden ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Es ist nicht beabsichtigt, dass diese Analyse einen Anreiz für Investitionstätigkeiten darstellt. Sie wird für die persönliche Information des Empfängers mit dem ausdrücklichen, durch den Empfänger anerkannten Verständnis bereitgestellt, dass sie kein direktes oder indirektes Angebot, keine individuelle Empfehlung, keine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf sowie keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten und keine Maßnahme, durch die Finanzinstrumente angeboten oder verkauft werden könnten, darstellt.

Alle hierin enthaltenen tatsächlichen Angaben, Informationen und getroffenen Aussagen sind Quellen entnommen, die von der NORD/LB für zuverlässig erachtet wurden. Da insoweit allerdings keine neutrale Überprüfung dieser Quellen vorgenommen wird, kann die NORD/LB keine Gewähr oder Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen übernehmen. Die aufgrund dieser Quellen in der vorstehenden Analyse geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile der Analysten der NORD/LB dar. Veränderungen der Prämissen können einen erheblichen Einfluss auf die dargestellten Entwicklungen haben. Weder die NORD/LB, noch ihre Organe oder Mitarbeiter können für die Richtigkeit, Angemessenheit und Vollständigkeit der Informationen oder für einen Renditeverlust, indirekte Schäden, Folge- oder sonstige Schäden, die Personen entstehen, die auf die Informationen, Aussagen oder Meinungen in dieser Analyse vertrauen (unabhängig davon, ob diese Verluste durch Fahrlässigkeit dieser Personen oder auf andere Weise entstanden sind), die Gewähr, Verantwortung oder Haftung übernehmen.

Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Währungskurse, Kursschwankungen der Finanzinstrumente und ähnliche Faktoren können den Wert, Preis und die Rendite der in dieser Analyse in Bezug genommenen Finanzinstrumente oder darauf bezogener Instrumente negativ beeinflussen. Die Bewertung aufgrund der historischen Wertentwicklung eines Wertpapiers oder Finanzinstruments lässt sich nicht zwingend auf dessen zukünftige Entwicklung übertragen.

Diese Analyse stellt keine Anlage-, Rechts-, Bilanzierungs- oder Steuerberatung sowie keine Zusicherung dar, dass ein Investment oder eine Strategie für die individuellen Verhältnisse des Empfängers geeignet oder angemessen ist, und kein Teil dieser Analyse stellt eine persönliche Empfehlung an einen Empfänger der Analyse dar. Auf die in dieser Analyse Bezug genommenen Wertpapiere oder sonstigen Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht für die persönlichen Anlagestrategien und -ziele, die finanzielle Situation oder individuellen Bedürfnisse des Empfängers geeignet.

Ebenso wenig handelt es sich bei dieser Analyse im Ganzen oder in Teilen um einen Verkaufs- oder anderweitigen Prospekt. Dementsprechend stellen die in dieser Analyse enthaltenen Informationen lediglich eine Übersicht dar und dienen nicht als Grundlage einer möglichen Kauf- oder Verkaufsentscheidung eines Investors. Eine vollständige Beschreibung der Einzelheiten von Finanzinstrumenten oder Geschäften, die im Zusammenhang mit dem Gegenstand dieser Analyse stehen könnten, ist der jeweiligen (Finanzierungs-) Dokumentation zu entnehmen. Soweit es sich bei den in dieser Analyse dargestellten Finanzinstrumenten um prospektpflichtige eigene Emissionen der NORD/LB handelt, sind allein verbindlich die für das konkrete Finanzinstrument geltenden Anleihebedingungen sowie der jeweilig veröffentlichte Prospekt und das jeweilige Registrierungsformular der NORD/LB, die insgesamt unter [www.nordlb.de](http://www.nordlb.de) heruntergeladen werden können und die bei der NORD/LB, Georgsplatz 1, 30159 Hannover kostenlos erhältlich sind. Eine eventuelle Anlageentscheidung sollte in jedem Fall nur auf Grundlage dieser (Finanzierungs-) Dokumentation getroffen werden. Diese Analyse ersetzt nicht die persönliche Beratung. Jeder Empfänger sollte, bevor er eine Anlageentscheidung trifft, im Hinblick auf die Angemessenheit von Investitionen in Finanzinstrumente oder Anlagestrategien, die Gegenstand dieser Analyse sind, sowie für weitere und aktuellere Informationen im Hinblick auf bestimmte Anlagemöglichkeiten sowie für eine individuelle Anlageberatung einen unabhängigen Anlageberater konsultieren.

Jedes in dieser Analyse in Bezug genommene Finanzinstrument kann ein hohes Risiko einschließlich des Kapital-, Zins-, Index-, Währungs- und Kreditrisikos, politischer Risiken, Zeitwert-, Rohstoff- und Marktrisiken aufweisen. Die Finanzinstrumente können einen plötzlichen und großen Wertverlust bis hin zum Totalverlust des Investments erfahren. Jede Transaktion sollte nur aufgrund einer eigenen Beurteilung der individuellen finanziellen Situation, der Angemessenheit und der Risiken des Investments erfolgen.

Die NORD/LB und mit ihr verbundene Unternehmen können an Geschäften mit den in dieser Analyse dargestellten Finanzinstrumenten oder deren Basiswerte für eigene oder fremde Rechnung beteiligt sein, weitere Finanzinstrumente ausgeben, die gleiche oder ähnliche Ausstattungsmerkmale wie die der in dieser Analyse dargestellten Finanzinstrumente haben sowie Absicherungsgeschäfte zur Absicherung von Positionen vornehmen. Diese Maßnahmen können den Preis der in dieser Analyse dargestellten Finanzinstrumente beeinflussen.

Soweit es sich bei den in dieser Analyse dargestellten Finanzinstrumenten um Derivate handelt, können diese je nach Ausgestaltung zum Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses einen aus Kundensicht anfänglichen negativen Marktwert beinhalten. Die NORD/LB behält sich weiterhin vor, ihr wirtschaftliches Risiko aus einem mit ihr abgeschlossenen Derivat mittels eines spiegelbildlichen Gegengeschäfts an Dritte in den Markt abzugeben.

Nähere Informationen zu etwaigen Provisionszahlungen, die im Verkaufspreis enthalten sein können, finden Sie in der Broschüre „Kundeninformation zum Wertpapiergeschäft“, die unter [www.nordlb.de](http://www.nordlb.de) abrufbar ist.

Die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ersetzen alle vorherigen Versionen einer entsprechenden Analyse und beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Analyse. Zukünftige Versionen dieser Analyse ersetzen die vorliegende Fassung. Eine Verpflichtung der NORD/LB, die Informationen in dieser Analyse zu aktualisieren und/oder in regelmäßigen Abständen zu überprüfen, besteht nicht. Eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann daher nicht gegeben werden.

Mit der Verwendung dieser Analyse erkennt der Empfänger die obigen Bedingungen an.

Die NORD/LB gehört dem Sicherungssystem der Deutschen Sparkassen-Finanzgruppe an. Weitere Informationen erhält der Empfänger unter Nr. 28 der Allgemeinen Geschäftsbedingungen der NORD/LB oder unter [www.dsgv.de/sicherungssystem](http://www.dsgv.de/sicherungssystem).

Vorkehrungen zur vertraulichen Behandlung von sensiblen Kunden- und Geschäftsdaten, zur Vermeidung von Interessenkonflikten und zum Umgang mit Interessenkonflikten

Die NORD/LB hat Geschäftsbereiche, die Zugang zu sensiblen Kunden- und Geschäftsdaten haben können (Vertraulichkeitsbereiche), funktional, räumlich und/oder durch dv-technische Maßnahmen von anderen Bereichen (z.B. dem NORD/LB-Research) abgeschottet.

#### **Zusätzliche Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich**

Die NORD/LB unterliegt einer teilweisen Regulierung durch die „Financial Conduct Authority“ (FCA) und die „Prudential Regulation Authority“ (PRA). Details über den Umfang der Regulierung durch die FCA und die PRA sind bei der NORD/LB auf Anfrage erhältlich.

Diese Analyse ist „financial promotion“. Empfänger im Vereinigten Königreich sollten wegen möglicher Fragen die Londoner Niederlassung der NORD/LB, Abteilung Investment Banking, Telefon: 0044 / 2079725400, kontaktieren.

Ein Investment in Finanzinstrumente, auf die in dieser Analyse Bezug genommen wurde, kann den Investor einem signifikanten Risiko aussetzen, das gesamte investierte Kapital zu verlieren.

#### **Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich**

Die NORD/LB ist teilweise reguliert durch die „Autorité des Marchés Financiers“. Details über den Umfang unserer Regulierung durch die zuständigen Behörden sind von uns auf Anfrage erhältlich.

Diese Analyse stellt eine Finanzanalyse i.S.v. Art. 24 Abs. 1 der Richtlinie 2006/73/EG, Art. L.544-1 und R.621-30-1 des Französischen Geld- und Finanzgesetzes dar und ist als Finanzanalyse gemäß der Richtlinie 2003/6/EG und 2003/125/EG zu qualifizieren.

#### **Zusätzliche Informationen für Empfänger in Österreich**

Keine der in dieser Analyse enthaltenen Informationen stellt eine Aufforderung oder ein Angebot der NORD/LB oder mit ihr verbundener Unternehmen dar, Wertpapiere, Terminprodukte oder andere Finanzinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen oder an irgendeiner Anlagestrategie zu partizipieren. Nur der veröffentlichte Prospekt gemäß dem Österreichischen Kapitalmarktgesetz kann die Grundlage für die Investmententscheidung des Empfängers darstellen.

Aus Regulierungsgründen können Finanzprodukte, die in dieser Analyse erwähnt werden, möglicherweise nicht in Österreich angeboten werden und deswegen nicht für Investoren in Österreich verfügbar sein. Deswegen kann die NORD/LB ggf. gehindert sein, diese Produkte zu verkaufen bzw. auszugeben oder Anfragen zu akzeptieren, diese Produkte zu verkaufen oder auszugeben, soweit sie für Investoren mit Sitz in Österreich oder für Mittelsmänner, die im Auftrag solcher Investoren handeln, bestimmt sind.

#### **Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien**

Die Bewertung individueller Finanzinstrumente auf der Grundlage der in der Vergangenheit liegenden Erträge ist nicht notwendigerweise ein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die Empfänger sollten beachten, dass die verlaublichen Zahlen sich auf vergangene Jahre beziehen.

#### **Zusätzliche Informationen für Empfänger in Zypern**

Diese Analyse stellt eine Finanzanalyse i.S.d. Abschnitts über Begriffsbestimmungen der Zypriotischen Richtlinie D1444-2007-01 (Nr. 426/07) dar. Darüber hinaus wird diese Analyse nur für Informations- und Werbezwecke zur Verfügung gestellt und stellt keine individuelle Aufforderung oder Angebot zum Verkauf, Kauf oder Zeichnung eines Investmentprodukts dar.

#### **Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark**

Diese Analyse stellt keinen Prospekt i.S.d. Dänischen Wertpapierrechts dar und dementsprechend besteht keine Verpflichtung, noch ist es unternommen worden, sie bei der Dänischen Finanzaufsichtsbehörde einzureichen oder von ihr genehmigen zu lassen, da diese Analyse (i) nicht im Zusammenhang mit einem öffentlichen Anbieten von Wertpapieren in Dänemark oder der Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf einem regulierten Markt i.S.d. Dänischen Wertpapierhandelsgesetzes oder darauf erlassenen Durchführungsverordnungen erstellt worden ist oder (ii) im Zusammenhang mit einem öffentlichen Anbieten von Wertpapieren in Dänemark oder der Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf einem regulierten Markt unter Berufung auf einen oder mehrere Ausnahmetatbestände von dem Erfordernis der Erstellung und der Herausgabe eines Prospekts nach dem Dänischen Wertpapierhandelsgesetz oder darauf erlassenen Durchführungsverordnungen erstellt worden ist.

#### **Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland**

Die in dieser Analyse enthaltenen Informationen beschreiben die Sicht des Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und dürfen vom Empfänger nicht verwendet werden, bevor nicht feststeht, dass sie zum Zeitpunkt ihrer Verwendung zutreffend und aktuell sind.

Erträge in der Vergangenheit, Simulationen oder Vorhersagen sind daher kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse. Investmentfonds haben keine garantierten Erträge und Renditen in der Vergangenheit garantieren keine Erträge in der Zukunft.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Irland**

Diese Analyse wurde nicht in Übereinstimmung mit der Richtlinie 2003/71/EG (in der gültigen Fassung) betreffend Prospekte (die „Prospektrichtlinie“) oder aufgrund der Prospektrichtlinie ergriffenen Maßnahmen oder dem Recht irgendeines Mitgliedsstaates oder EWR-Vertragsstaates, der die Prospektrichtlinie oder solche Maßnahme umsetzt, erstellt und enthält deswegen nicht alle diejenigen Informationen, die ein Dokument enthalten muss, das entsprechend der Prospektrichtlinie oder den genannten Bestimmungen erstellt wird.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Luxemburg**

Unter keinen Umständen stellt diese Analyse ein individuelles Angebot zum Kauf oder zur Ausgabe oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder zur Abnahme von Finanzinstrumenten oder Finanzdienstleistungen in Luxemburg dar.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in den Niederlanden**

Der Wert Ihres Investments kann schwanken. Erzielte Gewinne in der Vergangenheit bieten keinerlei Garantie für die Zukunft. (De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst).

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Polen**

Diese Analyse stellt keine Empfehlung i.S.d. Regelung des Polnischen Finanzministers betreffend Informationen zu Empfehlungen zu Finanzinstrumenten oder deren Aussteller vom 19.10.2005 dar.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Portugal**

Diese Analyse ist nur für institutionelle Kunden gedacht und darf nicht (i) genutzt werden von, (ii) in irgendeiner Form kopiert werden für oder (iii) verbreitet werden an irgendeine andere Art von Investor, insbesondere keinen Privatkunden. Diese Analyse stellt weder ein Angebot noch den Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von in der Analyse behandelten Wertpapiere dar, noch kann sie als eine Anfrage verstanden werden, Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, sofern diese Vorgehensweise für ungesetzlich gehalten werden könnte. Diese Analyse basiert auf Informationen aus Quellen, von denen wir glauben, dass sie verlässlich sind. Trotzdem können Richtigkeit und Vollständigkeit nicht garantiert werden. Soweit nicht ausdrücklich anders angegeben, sind alle hierin enthaltenen Ansichten bloßer Ausdruck unserer Recherche und Analyse, die ohne weitere Benachrichtigung Veränderungen unterliegen können.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Schweden**

Diese Analyse stellt keinen Prospekt, kein öffentliches Angebot, kein sonstiges Angebot und keine Aufforderung (und auch keinen Teil davon) zum Erwerb, Verkauf, Zeichnung oder anderen Handel mit Aktien, Bezugsrechten oder anderen Wertpapieren dar. Sie und auch nur Teile davon dürfen nicht zur Grundlage von Verträgen oder Verpflichtungen jeglicher Art gemacht oder hierfür als verlässlich angesehen werden. Diese Analyse wurde von keiner Regulierungsbehörde genehmigt. Jedes prospektpflichtige Angebot von Wertpapieren erfolgt ausschließlich gemäß der EG-Prospektrichtlinie und diese Analyse ist nicht an Personen oder Investoren in einer Jurisdiktion gerichtet, in der eine solche Analyse vollständig oder teilweise rechtlichen Beschränkungen unterliegt oder wo eine solche Analyse einen zusätzlichen Prospekt, Registrierungen oder andere Maßnahmen erfordern sollte.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Schweiz**

Diese Analyse wurde nicht von der Bundesbankenkommission (übergegangen in die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA am 01.01.2009) genehmigt.

Die NORD/LB hält sich an die Vorgaben der Richtlinien der Schweizer Bankvereinigung über die Unabhängigkeit von Finanzanalysen (in der jeweils gültigen Fassung).

Diese Analyse stellt keinen Ausgabeprospekt gemäß Art. 652a oder Art. 1156 des Schweizerischen Obligationenrechts dar. Diese Analyse wird allein zu Informationszwecken über die in dieser Analyse erwähnten Produkte veröffentlicht. Die Produkte sind nicht als Bestandteile einer kollektiven Kapitalanlage gemäß dem Bundesgesetz über Kollektive Kapitalanlagen (CISA) zu qualifizieren und unterliegen daher nicht der Überwachung durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada**

Diese Analyse wurde allein für Informationszwecke im Zusammenhang mit den hierin enthaltenen Produkten erstellt und ist unter keinen Umständen als ein öffentliches Angebot oder als ein sonstiges (direktes oder indirektes) Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren in einer Provinz oder einem Territorium Kanadas zu verstehen.

Keine Finanzmarktaufsicht oder eine ähnliche Regulierungsbehörde in Kanada hat diese Wertpapiere dem Grunde nach bewertet oder diese Analyse überprüft und jede entgegenstehende Erklärung stellt ein Vergehen dar.

Mögliche Verkaufsbeschränkungen sind ggf. in dem Prospekt oder anderer Dokumentation des betreffenden Produktes enthalten.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland**

Es ist empfehlenswert, alle Geschäfts- und Vertragsbedingungen der von der NORD/LB angebotenen Dienstleistungen genau zu prüfen. Falls notwendig, sollten sich Empfänger dieser Analyse mit einem Fachmann beraten.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland**

Die in dieser Analyse beschriebenen Finanzprodukte dürfen, direkt oder indirekt, Einwohnern der Republik Finnland oder in der Republik Finnland nicht angeboten oder verkauft werden, es sei denn in Übereinstimmung mit den anwendbaren Finnischen Gesetzen und Regelungen. Speziell im Falle von Aktien dürfen diese nicht, direkt oder indirekt, der Öffentlichkeit angeboten oder verkauft werden – wie im Finnischen Wertpapiermarktgesetz (746/2012, in der gültigen Fassung) definiert.

Der Wert der Investments kann steigen oder sinken. Es gibt keine Garantie dafür, den investierten Betrag zurückzuerhalten. Erträge in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Tschechischen Republik**

Es gibt keine Garantie dafür, den investierten Betrag zurückzuerhalten. Erträge in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Der Wert der Investments kann steigen oder sinken.

Die in dieser Analyse enthaltenen Informationen werden nur auf einer unverbindlichen Basis angeboten und der Autor übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit des Inhalts.

Die Weitergabe vertraulicher Informationen, die Einfluss auf Wertpapierkurse haben kann, wird durch die von den Handels-, Geschäfts- und Abwicklungsabteilungen unabhängige Compliance-Stelle der NORD/LB überwacht. Diese neutrale Stelle kontrolliert täglich die von der NORD/LB und ihren Mitarbeitern durchgeführten Transaktionen, um sicherzustellen, dass diese den Marktbedingungen entsprechen. Die Compliance-Stelle kann evtl. erforderliche Handelsverbote und -beschränkungen aussprechen, um sicherzustellen, dass Informationen, die Einfluss auf Wertpapierkurse haben können, nicht missbräuchlich verwendet werden und um zu verhindern, dass vertrauliche Informationen an Bereiche weitergegeben werden, die nur öffentlich zugängliche Informationen verwenden dürfen. Um Interessenkonflikte bei der Erstellung von Finanzanalysen zu verhindern, sind die Analysten der NORD/LB verpflichtet, die Compliance-Stelle über die Erstellung von Studien zu unterrichten und dürfen nicht in die von ihnen betreuten Finanzinstrumente investieren. Sie sind verpflichtet, die Compliance-Stelle über sämtliche (einschließlich externe) Transaktionen zu unterrichten, die sie auf eigene Rechnung oder für Rechnung eines Dritten oder im Interesse von Dritten tätigen. Auf diese Weise wird die Compliance-Stelle in die Lage versetzt, jegliche nicht-erlaubten Transaktionen durch die Analysten, wie Insiderhandel und Front- und Parallel Running, zu identifizieren. Bei der Erstellung einer Finanzanalyse, bei der offen zu legende Interessenkonflikte innerhalb der NORD/LB Gruppe bestehen, werden Informationen über Interessenkonflikte erst nach der Fertigstellung der Finanzanalyse von der Compliance-Stelle verfügbar gemacht. Eine nachträgliche Änderung einer Finanzanalyse kommt nur nach Einbindung der Compliance-Stelle in Betracht, wenn sichergestellt ist, dass die Kenntnis dieser Interessenkonflikte das Ergebnis der Studie nicht beeinflusst. Weitere Informationen hierzu sind unserer Finanzanalyse bzw. Interessenkonflikt-Policy zu entnehmen, die auf Nachfrage bei der Compliance Stelle der NORD/LB erhältlich ist.

## Redaktionsschluss

19. Mai 2017 15:07h

## Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der NORD/LB nach § 34b Abs. 1 WpHG und § 5 FinAnV

Keine

## Zusätzliche Angaben

### Quellen und Kursangaben

Für die Erstellung der Finanzanalysen nutzen wir emittentenspezifisch jeweils Finanzdatenanbieter, eigene Schätzungen, Unternehmensangaben und öffentlich zugängliche Medien. Wenn in der Studie nicht anders angegeben, beziehen sich Kursangaben auf den Schlusskurs des Vortages. Im Zusammenhang mit Wertpapieren (Kauf, Verkauf, Verwahrung) fallen Gebühren und Provisionen an, welche die Rendite des Investments mindern.

### Bewertungsgrundlagen und Aktualisierungsrythmus

Für die Erstellung der Finanzanalysen verwenden wir jeweils volkswirtschaftliche Modelle fundamentaler Art, quantitative / statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen aus der technischen Analyse. Hierbei ist zu beachten, dass die Ergebnisse der Analysen Momentaufnahmen sind und die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Erträge ist. Die Bewertungsgrundlagen können sich jederzeit und unvorhersehbar ändern, was zu abweichenden Urteilen führen kann. Die vorstehende Studie wird monatlich erstellt. Ein Anspruch des Empfängers auf Veröffentlichung von aktualisierten Studien besteht nicht.