

# Gemischte Signale

marcos.arana@db.com  
matthew.luzzetti@db.com  
michael.hsueh@db.com

5. Juli 2017

Originalveröffentlichung in Englisch: 28. Juni 2017



# Der Monat im Rückblick



Fed hikes interest rates despite declining inflation, sets plan for balance sheet reduction CNBC, 14-June-2017

**London banks warned clock is ticking for post-Brexit licence by European Central Bank**

FT, 13-Jun-2017

**Investors Lose Faith in Republican Tax-Cut Vow Amid Trump Chaos**

Bloomberg, 18-May-2017

**Draghi, ECB Retain Dovish Stance**

Daily FX, 8-June-2017

**Italy's Anti-Euro Five Star Movement Suffers Voting Setback**

Bloomberg, 12-Jun-2017

Euro at 2017 high as Mario Draghi sounds upbeat on economy FT, 27-Jun-2017

Key US inflation measure falls for third straight month FT, 30-May--2017

**Tech stocks tumble, taking down Nasdaq as big names sink**

Reuters, 9-Jun-2017

US stocks chalk up fresh records ahead of the Fed FT, 14-Jun-2017

**Bill to Erase Some Dodd-Frank Banking Rules Passes in House**

NY Times, 8-Jun-2017

Saudi Arabia, UAE, Bahrain and Egypt cut ties with Qatar FT, 8-Jun-2017

No fear: Wall Street volatility drops to 23-year low CNBC, 9-Jun-2017

Oil back in bear market territory as supply angst persists FT, 21-June-2017

Investor nervousness rises as yield curve flattens FT, 14-Jun-2017

**Euro zone inflation slows in May, supporting ECB doves**

Reuters, 31-May-2017

British election results: May's gamble backfires FT, 9-Jun-2017

**Europe (Finally) Shows How to Deal With a Failing Bank**

Bloomberg, 8-June-2017

Macron marches on as his party wins large majority in French parliament

The Guardian, 18-June-2017

Bond market's recession warning is at odds with the stock market trading near a time highs CNBC, 1-Jun-2017

**China stocks go mainstream with long-awaited entry into MSCI indices** The Telegraph, 21-June-2017

**Lawmakers ramp up Russia investigations in wake of Comey testimony**

USA Today, 12-Jun-2017

# Weltwirtschaftlicher Ausblick, 5. Juli 2017: Gemischte Signale

(Originalveröffentlichung in Englisch: 28. Juni 2017)



Für die Investoren kamen zuletzt widersprüchliche Signale von den Makrodaten und den Märkten. Hervorzuheben ist hier vor allem die ausgeprägte Dichotomie zwischen rückläufiger Inflation, niedrigeren Renditen, flacheren Kurven und sinkenden Ölpreisen auf der einen Seite und nach wie vor solidem Wachstum der Weltkonjunktur und fester Risikostimmung auf der anderen Seite.

Insgesamt halten wir trotz dieser gemischten Signale an unserem optimistischen Makroausblick fest. So ist der fallende Ölpreis vor allem der Angebotsseite und nicht einer geringeren Nachfrage geschuldet, was für Schub in den ölimportierenden Ländern sorgt. Vor allem in den USA sind für den Rückgang der Kerninflation Sondereffekte verantwortlich. Angesichts des soliden Wachstumstempos dürfte bald wieder eine Aufwärtsbewegung einsetzen.

Tatsächlich ist unser weltwirtschaftlicher Ausblick seit Jahresbeginn nahezu verändert. Zwar haben wir unsere Prognose für das US-Wachstum aufgrund der zurückhaltenderen Einschätzung der politischen Vorhaben nach unten revidiert. Gleichwohl erwarten wir weiterhin, dass die US-Wirtschaft dank Deregulierung und moderater fiskalischer Impulse über Trend wächst. Gleichzeitig haben wir unsere Wachstumsprognosen für den Euroraum und China angehoben.

Auch für die Märkte sind wir vor diesem Hintergrund optimistisch gestimmt. Aus unserer Sicht sind festere risikoreiche Anlagen auf der einen Seite und sinkende Renditen bei Staatsanleihen auf der anderen Seite kein Anlass zur Sorge. Denn in den kommenden Monaten dürfte es in den USA und Europa wieder zu einer Normalisierung kommen. Während wir für den Euro inzwischen positiver gestimmt sind, ist unser Ausblick für das Pfund Sterling nach wie vor pessimistisch.

Zu einer Eskalation der politischen Risiken ist es, wie in unserem Basisszenario erwartet, nicht gekommen. Dank der positiv zu sehenden Bankenrettung in Venetien sinkt zudem das Risiko in Italien. Die Ausnahme ist – wie erwartet – Großbritannien, wo die Aussichten auf einen sanften Brexit gestiegen sind, aber eben auch die Risiken für einen harten Ausstieg.

David Folkerts-Landau, Group Chief Economist

## Inhaltsverzeichnis

Einleitung	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 4 Boxen</li><li>▪ Gesamttrendite</li></ul>
Gemischte Signale	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Risikorallo vs. sinkende Anleiherenditen, Ölpreise</li><li>▪ Rückläufige Inflation vs. robuster Wachstumsausblick</li><li>▪ Flache Renditekurve, aber geringe Rezessionsgefahr</li></ul>
Wachstumsausblick	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ USA</li><li>▪ Euroraum</li><li>▪ China</li></ul>
Geldpolitik	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Fed</li><li>▪ EZB</li></ul>
Politik	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Europa</li><li>▪ Brexit</li><li>▪ USA</li></ul>
Marktprognosen	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Zusammenfassung</li><li>▪ Anleihen, Devisen, Öl</li></ul>

Der Inhalt dieser Präsentation wurde von der Global Strategy Group der Deutschen Bank bereitgestellt, die das Management und die Kunden der Bank in Bezug auf globale, wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen und allgemeine Marktrisiken berät. Diese Gruppe, der führende Researchmitarbeiter angehören, vertritt zuweilen andere Auffassungen und Prognosen als unser Research.

# Weltwirtschaft wächst weiterhin solide bei vorübergehend rückläufiger Inflation, keine Eskalation politischer Risiken



## Konjunkturausblick

- **Wachstumsbeschleunigung von 3,1% auf 3,6% im Jahr 2017 bzw. auf 3,7% im Jahr 2018.** Dynamik bleibt trotz Abschwächung robust
- **Konjunkturbeschleunigung in den USA; durchschnittlich 2,5% Wachstum in den Jahren 2017-2018.** Abwärtsrisiken aufgrund möglicher politischer Enttäuschungen, Rezessionsgefahr aber weiterhin gering
- **Euroraum: Wachstum weiterhin über Trend.** Anhebung der Prognosen auf 1,8% für 2017 und 1,6% für 2018. Belastung durch politische Unsicherheit geringer als erwartet
- **Schwellenländer: Wachstumsbeschleunigung auf 4,7% im Jahr 2017, 4,9% in 2018.** In China dürfte die Konjunktur ihren Höhepunkt erreicht haben

## Prognosen zu wichtigen Themen

- **Gemischte Signale:** Widersprüchliche Signale von der Makrofront und den Märkten bezüglich Wachstum, Inflation, Risikoneigung. Inflationssorgen wohl vorübergehender Natur, robustes Wachstum
- **Politische Risiken:** Wie in unserem Basisszenario erwartet, haben sich Eventrisiken nicht bemerkbar gemacht. Ausnahme sind, wie erwartet, Großbritannien und die Brexit-Verhandlungen
- **Regierungswechsel in den USA:** Optimismus wegen Trumps politischer Vorhaben lässt nach. Für 2018 erwarten wir aber nach wie vor aufgrund von Deregulierung und fiskalischer Impulse einen Wachstumsschub

## Zentralbanken

- **Fed:** Ankündigung zum Bilanzabbau im September, Zinsanhebung im Dezember
- **EZB:** Vorbereitung auf den Ausstieg. Voraussichtlich zum Jahresende QE-Verlängerung bei gleichzeitiger Reduzierung
- **BoJ:** Bis auf Weiteres keine Änderung des Leitzinses oder der Kontrolle der Renditekurve
- **BoE:** Neutrale Haltung, Äußerungen aus dem Lager der Falken lassen Risiko für Zinsanhebung aber steigen
- **PBoC:** Im Basisszenario keine Leitzinsanhebung in den Jahren 2017 und 2018, gleichwohl zunehmende Wahrscheinlichkeit eines Zinsschritts im Jahr 2018
- **Schwellenländer:** Uneinheitlicher Ausblick, insgesamt Lockerung (außerhalb Asiens) oder Rücknahme der Straffung (z.B. Türkei)

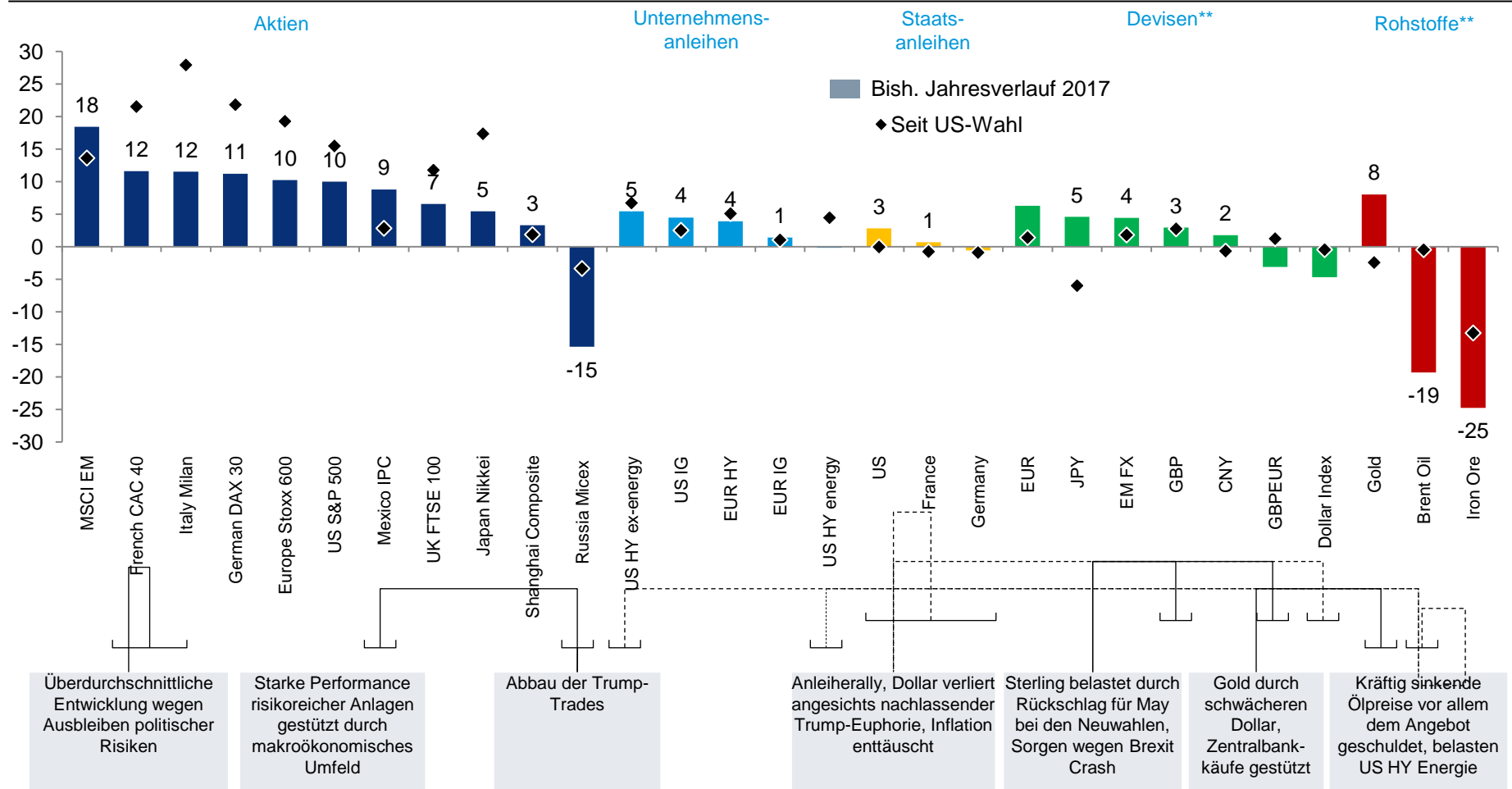
## Wichtige Abwärtsrisiken für unsere Prognosen

- M** **Enttäuschung über Trump:** Negative Auswirkungen der Politik überwiegen, **Erwartungen werden enttäuscht**, US-Wachstumsraten steigen nicht
- M** **Finanzielle Instabilität in China:** Blase am Immobilienmarkt verliert Luft; steigender Dollar und höhere Renditen in Industrieländern führen zu Kapitalabflüssen und Druck auf RMB
- L** **Eskalation politischer Risiken in Europa bremst die Erholung aus** – Italien bleibt das Sorgenkind
- L** **Sinkende Inflation deutet auf Wachstumsprobleme**
- L** **Deglobalisierung:** Zunehmend freihandelsfeindliche Politik dämpft lahmenden Welthandel und verlangsamt das Wachstum merklich

# Risikoreiche Anlagen haben sich seit der US-Wahl überdurchschnittlich entwickelt, während Staatsanleihen, Dollar und Öl ihre Gewinne wieder abgaben



## Renditen\* der einzelnen Assetklassen im Jahr 2017



# Für Investoren gab es in den vergangenen Monaten gemischte Signale



## Gemischte Signale

### Makro

#### Positiv

- Solides Wachstum der Weltwirtschaft
- US-Wachstum über Trend
- Prognosen für Europa, China nach oben revidiert

vs.

#### Negativ

- Sinkende Kerninflation
- Verfall der Öl- und Rohstoffpreise
- Positive Makroüberraschungen rückläufig

### Märkte

#### Positiv

- Anhaltende Risikorally
- Boom am Aktienmarkt, Einengung der Unternehmensanleihspreads
- Geringe Volatilität

vs.

#### Negativ

- Sinkende Renditen bei Staatsanleihen
- Höhere Goldpreise
- Rückläufige Inflationserwartungen

### Zentralbanken

#### Falkenhaft

- EZB passt Zins-Guidance an...
- Fed hebt Zinsen an und stellt Bilanzabbau in Aussicht...
- BoE bereitet sich langsam auf Zinsschritte vor

vs.

#### Taubenhaft

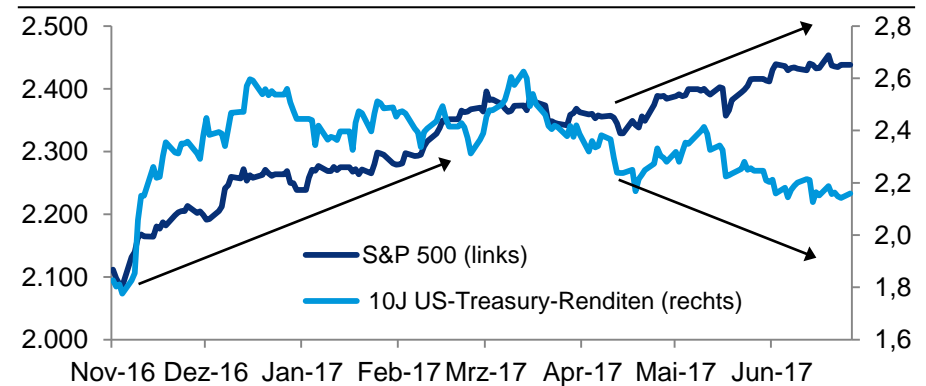
- ...stellt aber langsamen Ausstieg in Aussicht
- ...will aber Inflation im Auge behalten
- ...aber taubenhafte Äußerungen von Carney

# Höhenflug risikoreicher Anlagen begleitet von sinkenden Renditen für Staatsanleihen kein Anlass zur Sorge



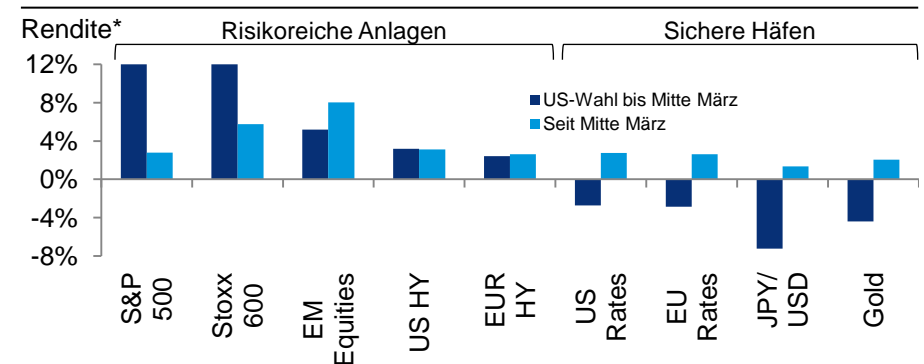
- Seit der US-Wahl im November haben risikoreiche Anlagen massive Gewinne verzeichnet
- Seit März wird die **Risikorally** begleitet von sinkenden Anleiherenditen und höheren Goldpreisen
- Ursache sind allerdings nicht, wie oft üblich, Risk-off-Befürchtungen
  - Anleiherenditen rückläufig aufgrund sinkender Rohstoffpreise und der enttäuschenden US-Inflation – Wirtschaft aber weiterhin auf Wachstumskurs
  - Höhenflug des Goldpreises vor allem dem US-Dollar und den Anleihekäufen der Zentralbanken geschuldet und weniger einer zunehmenden Risikowahrnehmung und der Flucht in sichere Häfen
- Wir teilen nicht die Sorge, dass risikoreiche Anlagen unter Druck geraten könnten, sobald die Anleiherenditen wieder steigen
  - Höhere Renditen wären dem robusten Wachstum und einer sich normalisierenden Inflation geschuldet
  - Die Stimmung bei Verbrauchern und Unternehmen würde sich in der Folge aufhellen und die Risikoneigung entsprechend stützen

Aktien und US-Treasuries laufen seit März auseinander



Quelle: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Zuletzt Höhenflug bei risikoreichen Anlagen und sicheren Häfen



Anm.: (\*) Gesamtrendite für Aktien, Unternehmens- und Staatsanleihen; Spot Return für Devisen und Rohstoffe. Quelle: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



# Im Gegensatz zu 2015-16 dürfte die Risikobereitschaft dieses Mal weniger unter dem Verfall des Ölpreises leiden

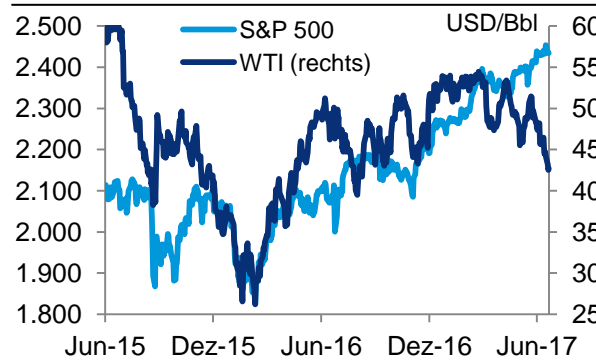
- Im Gegensatz zu 2015-16, als sich risikoreiche Anlagen dem Abwärtszog des Ölpreises nicht entziehen konnten, herrschen heute andere Rahmenbedingungen

- Globale Wachstumssorgen haben nachgelassen
- Vertrauen größer, dass der niedrige Ölpreis einem höheren Angebot geschuldet ist
- Kassapreis nahe dem 2-Jahres-durchschnitt
- Anpassung an drei Jahre mit niedrigen Ölpreisen, z.B. in den Leistungsbilanzen
- Sinkende Breakeven-Kosten dürften sich bei den Investitionen der Ölprozenten bemerkbar machen

- Zweifelsohne sind die Ölproduzenten unter Druck – der anhaltende Verfall der Ölpreise könnte zum Risiko für den Öl-/Risikobereitschaft-Link werden

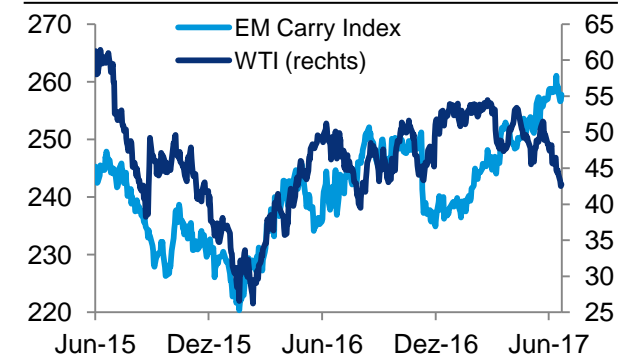
- Fehlende FX-Flexibilität, politische Ansteckungseffekte durch gespannte Haushaltslage belasten ölproduzierende Länder
- EM: FX Hauptansteckungskanal

Ölpreis und Risiko laufen auseinander  
(1) Öl vs. US-Aktien



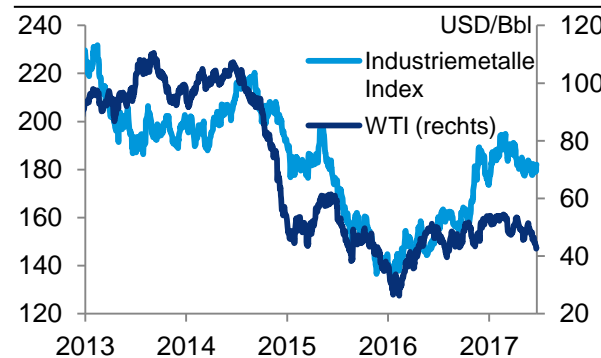
Quelle: Bloomberg Finance LP

(2) Öl vs. Schwellenländer



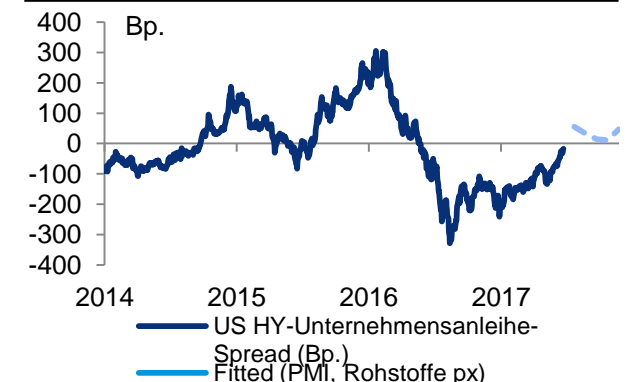
Quelle: Bloomberg Finance LP

Öl-Ansteckungseffekte auf Schwellenländer-Devisenmärkte via andere Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg Finance LP

Effekte auf US HY-Spreads geringer als 2016



Quelle: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

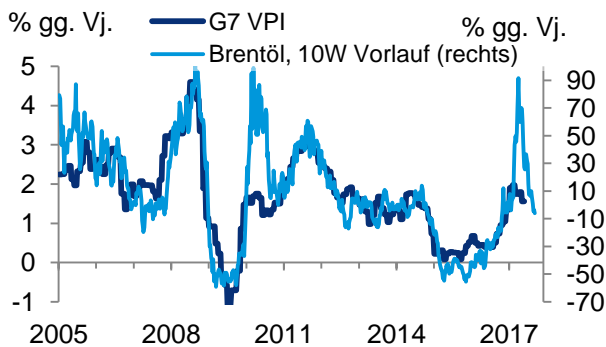




# Inflationsdaten boten zuletzt ein gemischtes Bild, solides Wachstum deutet aber auf Anstieg der Kernrate

- Nachdem sich zunächst eine Erholung der Inflation angedeutet hatte, boten die Daten zuletzt wieder ein gemischtes Bild
- In den USA war die Kerninflation überraschend schwach
  - Auslöser waren Sonderfaktoren (z.B. der Verfall der Mobilfunkpreise, nachdem ein Provider unbegrenzte Datenvolumen in Aussicht stellte)
  - Allerdings Rückgang auf breiter Basis – enttäuscht hat z.B. die Kerninflation bei Waren, insbesondere Bekleidung
- Im Euroraum hingegen lag die Inflation, abgesehen von einigen saisonalen Verzerrungen, im Rahmen der Erwartungen
- Wie sich die Gesamtinflation entwickelt, hängt v.a. von den Ölpreisen ab
  - In den Industrieländern dürfte der jüngste Rückgang des Ölpreises die Gesamtinflation sinken lassen
  - Das ist nicht zwangsläufig schlecht, da ein niedrigerer Ölpreis das Wachstum in den ölimportierenden Industrieländern ankurbeln dürfte
- Eine über Trend wachsende Wirtschaft und eine angespanntere Arbeitsmarktlage dürften für steigende Kernteuerungsraten sorgen
  - Dies gilt vor allem für die USA, wo die Arbeitslosenquote deutlich unterhalb der NAIRU-Schätzungen fallen dürfte

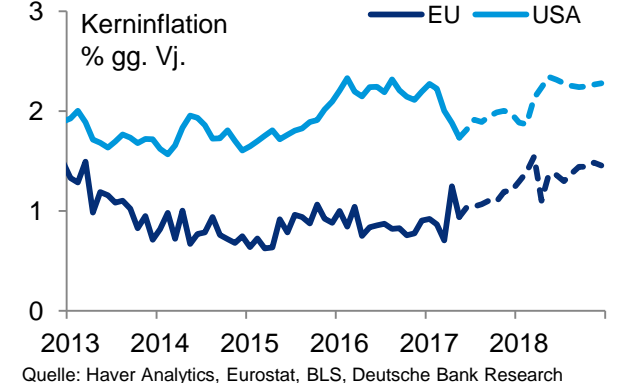
Öl sorgte zuletzt für Rückenwind bei der Gesamtinflation, jüngster Verfall dürfte aber belasten



Wachstumsdynamik deutet auf Trendwende bei der Kerninflation



Anstieg der Kernteuerung von jüngsten Tiefständen

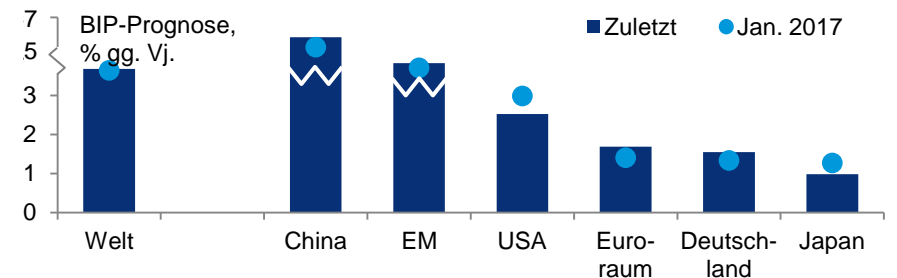


# Weltwirtschaftlicher Ausblick seit Jahresbeginn nahezu unverändert: Abwärtsrevision des US-Wachstums durch Anpassung der Prognosen für EU und China ausgeglichen



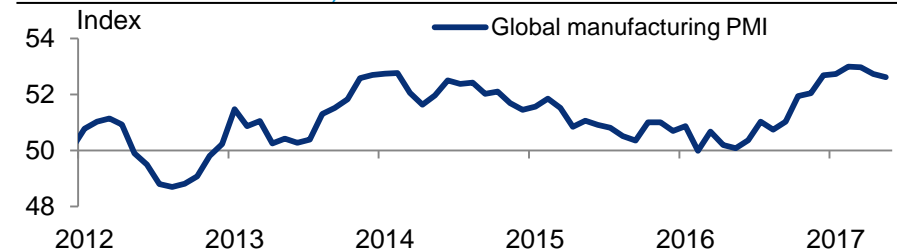
- Die Weltwirtschaft ist besser als in den vergangenen Jahren in das neue Jahr gestartet
  - Der globale PMI für das verarbeitende Gewerbe stieg Anfang des Jahres auf das höchste Niveau seit 2011
  - Die Erholung erfolgte auf breiter Basis in den Schwellen- und Industrieländern, wobei die Einkaufsmanagerindizes mehrjährige Höchststände erreichten
- Zuletzt gab es Anzeichen, dass die Weltkonjunktur an Fahrt verliert
  - Einkaufsmanagerindizes sind leicht rückläufig
  - In den USA sind die Überraschungsindikatoren kräftig gefallen und auch in anderen Ländern sind sie gegenüber ihren Höchstständen rückläufig. In Europa rutschten sie zuletzt in den negativen Bereich
- Trotz dieser Abschwächung dürfte die Weltwirtschaft weiterhin solide wachsen
  - Für 2017 erwarten wir ein Plus von 3,6% – unser weltwirtschaftlicher Ausblick ist damit seit Januar 2017 nahezu unverändert
  - Abwärtsrevision des US-Wachstums wird durch leichte Anpassung der Prognosen für China und den Euroraum nach oben ausgeglichen
  - Abwärtsrisiken durch politische Entwicklungen lassen nach

## Weltwirtschaftlicher Ausblick seit Jahresbeginn nahezu unverändert



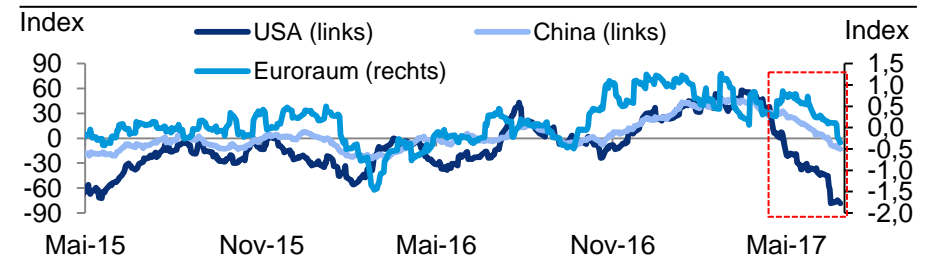
Quelle: Deutsche Bank Research

## Wachstumsdynamik trotz Abschwächung weiterhin solide (z.B. PMI für das verarb. Gewerbe)



Quelle: Haver Analytics, Markit, Deutsche Bank Research

## Datenüberraschungen vor allem in den USA im Rückwärtsgang



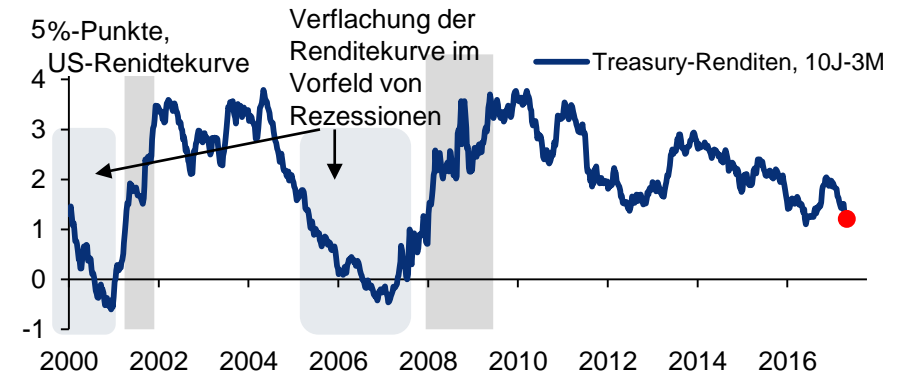
Quelle: CITI, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

# Verflachung der US-Renditekurve hat die Sorgen steigen lassen, die USA könnten in eine Rezession abgleiten. Zumindest für die nächsten zwölf Monate gibt es hierfür aber keinen Anlass



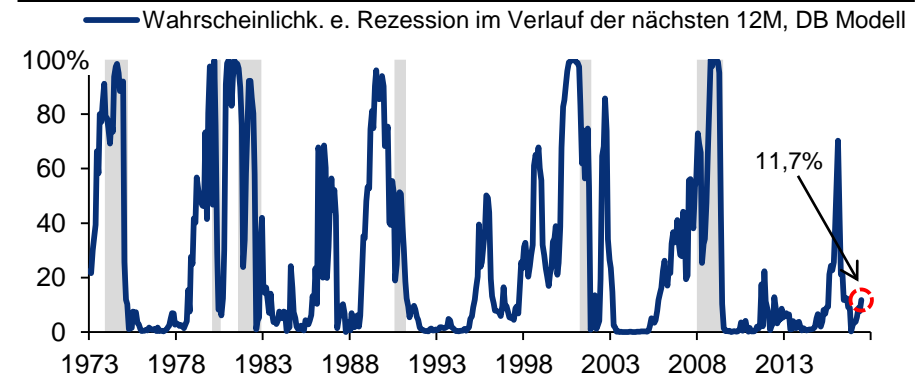
- In den vergangenen Monaten sind in den USA die Renditen am langen Ende deutlich kräftiger gefallen als im kurzen Laufzeitenbereich. Die Renditekurve hat sich in der Folge stark verflacht
  - Auslöser war eine Reihe von enttäuschenden Zahlen, insbesondere bei der Inflation. Entsprechend sind die Chancen für einen fiskalischen Stimulus gesunken.
- Da einer Wachstumsabschwächung / Rezession in der Regel eine Verflachung der Kurve vorausgeht, können Renditebewegungen ein besorgniserregender Hinweis sein.
- Trotz einiger negativer Signale seitens der Renditekurve halten wir das Risiko, dass die USA in eine Rezession abgleiten, für gering (rund 10% im Verlauf der nächsten zwölf Monate)
  - Kaum Hinweise, dass zyklische Sektoren (z.B. Wohnungsbau, Investitionen) überzogen sind
  - Weiterhin sehr lockere Geldpolitik
- Tatsächlich droht die US-Wirtschaft angesichts einer Arbeitslosenquote von 4,3% im Verlauf der nächsten zwölf Monate eher zu überhitzen
- Sollte die Arbeitslosenquote stärker als von uns erwartet fallen und die Inflation in der Folge steigen, könnte sich die Fed gezwungen sehen, die Zinsen zu erhöhen. In diesem Fall dürfte Ende 2019 oder 2020 eine Rezession drohen

## Verflachung der US-Renditekurve als Vorbote von Rezessionen



Quelle: FRB, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

## Im Verlauf der kommenden zwölf Monate gemäß DB-Modell geringe Rezessionsgefahr



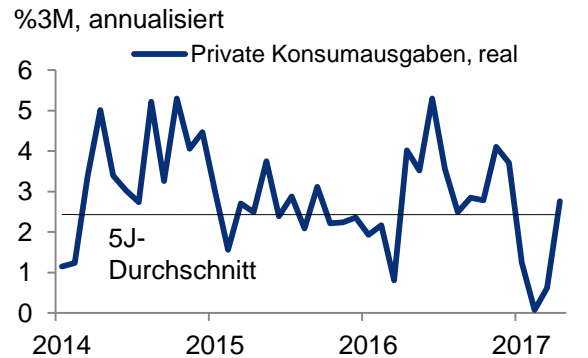
Quelle: FRB, BEA, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

# US-Wachstumsdynamik solide dank Erholung des Konsums und der Investitionen. Vor allem Fiskalpolitik sorgt für Unsicherheit

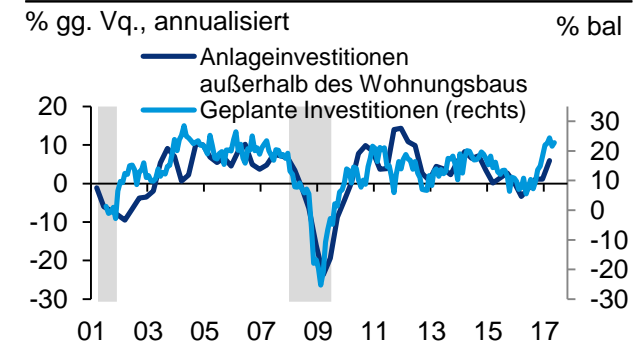


- **US-Wirtschaft dürfte nach erneut schwachem 1. Quartal wieder Fahrt aufnehmen**
  - Konsumausgaben sind nach Rückgang in Q1 zuletzt wieder gestiegen
  - **Umfragen deuten auf kräftiges Plus bei den Investitionen**
  - Stimmung nach wie vor sehr gut, wenngleich manches darauf hindeutet, dass der Höhepunkt erreicht sein könnte
- **Für 2017 erwarten wir nach wie vor 2,4% Wachstum**
- Am Arbeitsmarkt herrscht Vollbeschäftigung, weitere Belebung wahrscheinlich
  - Stellenaufbau verliert zwar an Dynamik, Arbeitslosigkeit sinkt aber weiter
  - Abwärtstrend der Partizipationsquote, schwaches Produktivitätswachstum lassen Arbeitslosigkeit sinken
- **Nach 2017 Verlangsamung Richtung Potenzialwachstum erwartet**
  - Anlass zur Unsicherheit gibt vor allem die Steuerreform von Präsident Trump, also die Fiskalpolitik
  - Die Impulse dürften aus unserer Sicht begrenzt sein

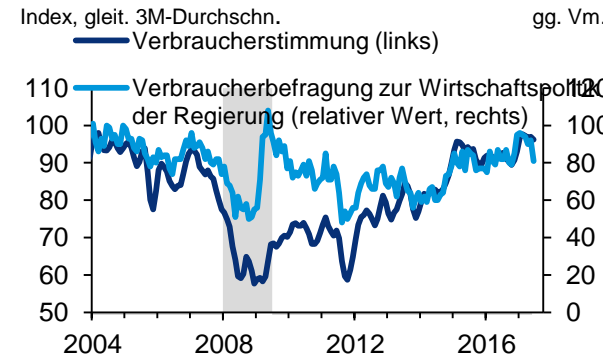
**Konsumausgaben nach jüngstem Rückgang wieder im Aufwind**



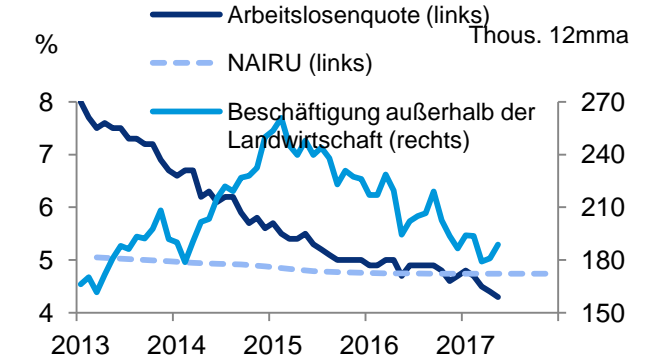
**Deutliche Aufhellung des Investitionsausblicks**



**Sehr gute Stimmung, aber pessimistischere Einschätzung der US-Regierung**



**Stellenaufbau schwächt sich zwar ab, aber am Arbeitsmarkt herrscht Vollbeschäftigung**

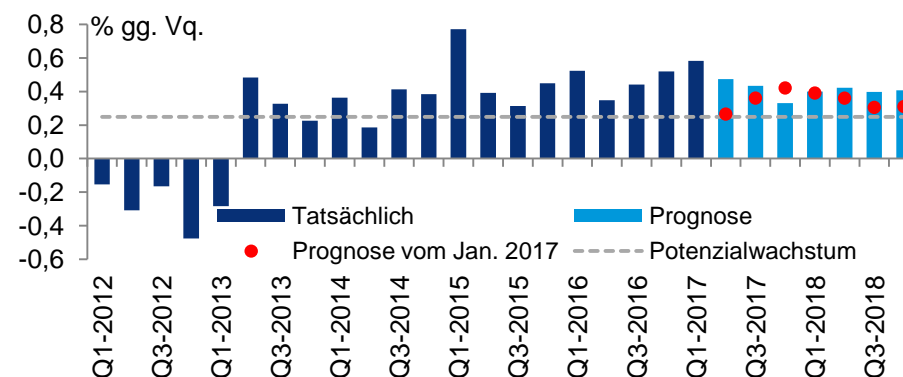


# Im Euroraum zeigt sich das Wachstum widerstandsfähiger als erwartet, weshalb wir unsere Prognosen angehoben haben



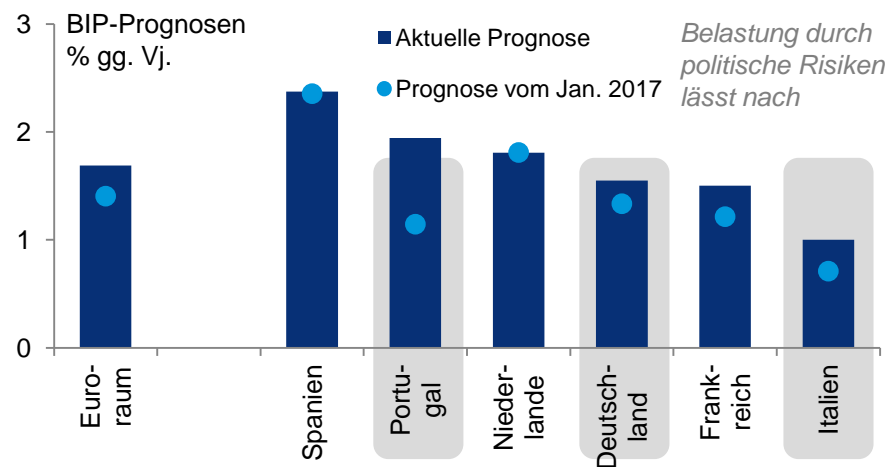
- Die politischen Risiken haben die Wirtschaft im Euroraum weniger stark gebremst als von uns erwartet
  - Auch wenn wir lediglich davon ausgegangen sind, dass die damit verbundene Unsicherheit das Wachstum belasten könnte, hielten sich die Negativeffekte in Grenzen
  - Auch die Finanzierungskosten sind, zum Teil dank der EZB, nicht gestiegen
- Wir haben daher unsere Prognosen für den Euroraum nach oben revidiert. Nach wie vor rechnen wir mit einem über Trend liegenden Wachstum.
  - Prognose von 1,7% entspricht der Konsenserwartung für 2017-18
  - Daten deuten auf 2%, Umfragen sogar auf ein Wachstum nahe 3%
  - Deutliche Aufwärtsrevision der Prognosen für Frankreich, Italien
  - Bankenrettung in Venetien positiv, systemische Risiken in Italien sinken in der Folge
- Wachstum wird nach wie vor besonders durch zyklische und nicht strukturelle Faktoren gestützt
  - Rückenwind durch Nachholbedarf im Unternehmenssektor, lockerere Fiskalpolitik, Abwertung des Euro
  - Ohne weitere strukturelle Reformen ist aber keine nachhaltige Wachstumsbeschleunigung zu erwarten

Wachstum im Euroraum bleibt robust, Anhebung der Prognosen, weiterhin über dem Trend liegendes Wachstum erwartet



Quelle: Eurostat, Deutsche Bank Research

Seit Jahresbeginn Anhebung der BIP-Prognosen, insbesondere für Euroländer mit hohen politischen Risiken



Quelle: Deutsche Bank Research

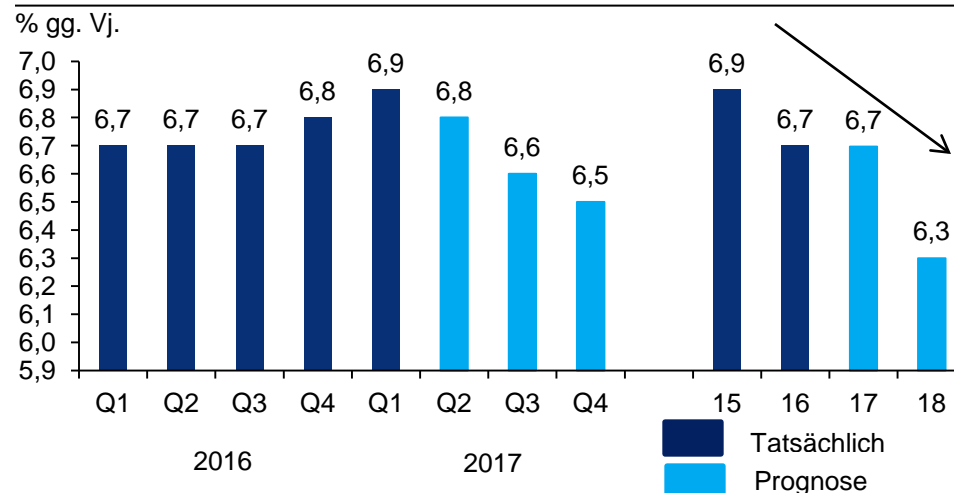
Focus Europe: Quarterly Update: Firmer, broader, more resilient: 12-May-2017

# In China verliert das strukturelle Wachstum trotz Belebung zu Jahresbeginn an Schwung. Abwärtsrisiken könnten 2018 zunehmen

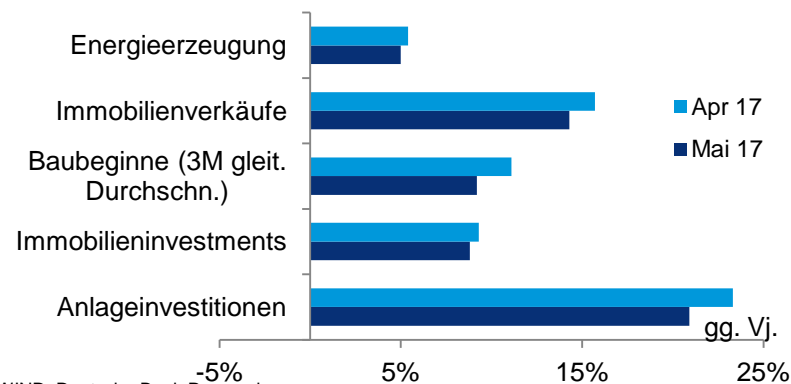


- In China hat das strukturelle Wachstum trotz besser als erwarteter Dynamik zum Jahresauftakt 2017 weiter an Schwung verloren
  - Spitze voraussichtlich im 1. Quartal erreicht
  - Allmähliche Abschwächung auf 6,5% zum Jahresende und 6,3% im Jahr 2018
- Abkühlung am Immobilienmarkt hält an, aber kein Crash
  - Im Mai Rückgang der Baubeginne, Immobilienverkäufe
  - Angesichts steigender Hypothekenzinsen dürfte sich der Markt langsam weiter abkühlen
- Das solide Wachstum ermöglichte der chinesischen Politik strafferen Kurs, daran dürfte sie auch in den kommenden Monaten festhalten
  - Auch in Q3 stärkere Regulierung der Finanzmärkte
- Sollte – wie von uns erwartet – die Konjunktur Ende des 3. Quartals an Fahrt verlieren, dürften aber wieder Lockerungsmaßnahmen auf dem Programm stehen
  - Ziel der Regierung ist es, eine Abschwächung des Wachstums auf unter 6,5% vor dem Volkskongress in Q4 zu verhindern
- Größere Sorgen bereiten uns hingegen die im Jahr 2018 drohenden Risiken
  - Schuldenabbau im Finanzsektor positiv
  - Aber: Höhere Inflation im Jahr 2018 könnte den Spielraum der PBoC für stimulierende Maßnahmen einschränken

## Abkühlung der Wirtschaft im Zuge der Straffung der Finanzmarktkontrollen und eines moderateren Kreditwachstums



## Für eine moderate Abkühlung sprechen auch die Daten für Mai

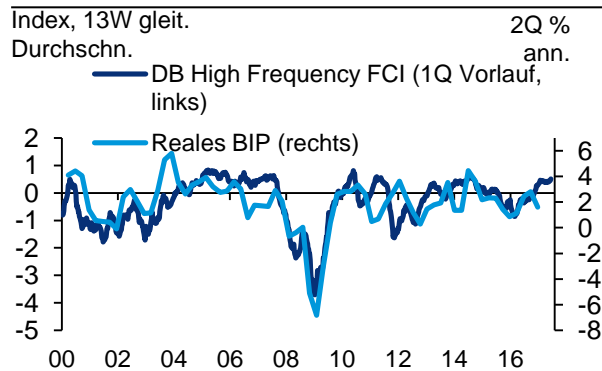




# Trotz schwacher Inflationsdaten hält die Fed am Straffungskurs fest: für September Ankündigung der Änderung der Reinvestitionspolitik erwartet, nächster Zinsschritt im Dezember

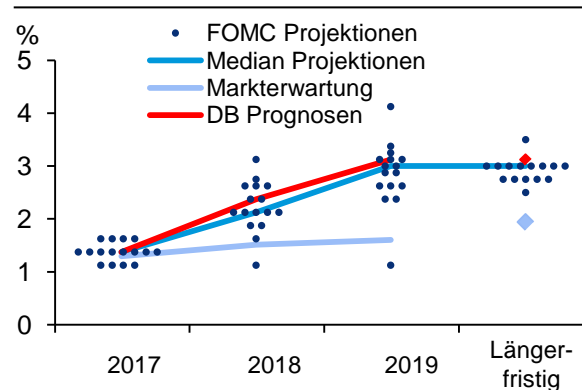
- **Trotz zuletzt enttäuschender Inflationsdaten hält die Fed an der geldpolitischen Straffung fest**
  - Auf ihrer Sitzung im Juni erhöhte sie zum dritten Mal seit Dezember 2016 die Zinsen
  - **Dass die Teuerung rückläufig ist, wurde heruntergespielt** Schließlich sei dies zu einem guten Teil auf Sonderfaktoren zurückzuführen
- **Mit verantwortlich für die erneute Straffung waren die lockeren Bedingungen an den Finanzmärkten (steigende Aktienkurse, schwächerer Dollar, Einengung der Unternehmensanleihe-Spreads)**
  - **Diese entsprechen einer Zinssenkung von ~25 Bp.**
- **Als nächster Schritt dürfte** (voraussichtlich im September) **der allmähliche Ausstieg aus den Reinvestitionen auf dem Programm stehen**
  - **Mit einer gleichzeitigen Zinsanhebung ist nicht zu rechnen**, da die Fed zunächst die Wirkung ihrer Ankündigung abwarten dürfte
- **Für Dezember rechnen wir dann mit einem weiteren Zinsschritt**
  - Entscheidend ist dabei die Inflation, allerdings hat die Fed die Latte relativ niedrig gehängt
- **Für 2018 erwarten wir vier weitere Zinsanhebungen. Damit liegen wir etwas über den Erwartungen der Fed (3) und weit über denen des Marktes (~1)**

## Wachstum wird durch lockere Finanzierungsbedingungen gestützt



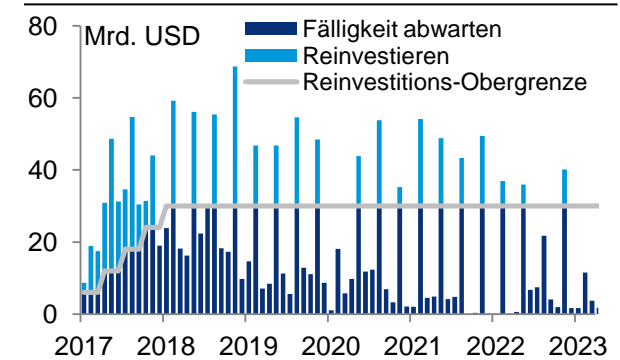
Quelle: BEA, Haver Analytics, Deutsche Bank Research

## Erwartungen der Fed und des Marktes laufen nach wie vor auseinander



Quelle: FRB, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

## Projektionen für Abbau der Treasury-Holdings der Fed



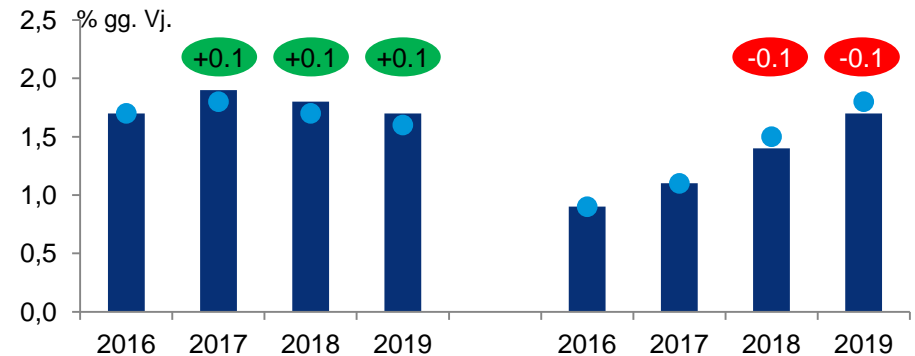
Quelle: US Treasury, Deutsche Bank Research

# EZB hat den langsamen Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik eingeläutet



- Die EZB bereitet weiterhin den vorsichtigen Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik vor
- Hierzu hat sich mit Blick auf das nachlassende Deflationsrisiko eine Reihe kleinerer Schritte in die Wege geleitet ...
  - Dez. 16: QE-Reduzierung von EUR 80 auf 60 Mrd. pro Monat
  - Juni 17: Hinweis auf mögliche weitere Zinssenkungen entfiel
- ... stattdessen wurde die Rückführung der Stimulusmaßnahmen in Aussicht gestellt
  - Ende Juni klang Draghi weniger taubenhaft. So betonte er die Notwendigkeit, die akkommodierenden Maßnahmen allmählich zurückzunehmen, die Geldpolitik dabei aber weitgehend unverändert zu lassen
- Während die EZB in Hinblick auf den Wachstumsausblick optimistisch scheint, ist sie bei der Inflation vorsichtiger
  - Deflationsgefahr gebannt, stimulierende Faktoren entfalten ihre Wirkung
  - Sonderfaktoren dämpfen, bisher kein nachhaltiger Anstieg
- Als nächster Schritt dürfte voraussichtlich zum Jahresende die Verlängerung bei gleichzeitiger Reduzierung des QE-Programms anstehen
- Der Ausblick für die Kerninflation und die derzeitigen Finanzierungsbedingungen sprechen für einen langsamen Ausstieg
- Ein stärkerer Euro, der verhaltene Anstieg der Löhne, sinkende Inflationserwartungen könnten den Ausstiegsplan der EZB infrage stellen

Experten der EZB optimistisch gestimmt für das Wachstum, aber vorsichtig bei der Inflation



Quelle: EZB, Deutsche Bank Research ■ Jun 17 ● Mrz 17 xx Veränd. ggü. März, %-Punkte

## Ausstiegsplan der EZB: langsam und vorsichtig

	DB Erwartungen	Markterwartungen
Zins Guidance	<ul style="list-style-type: none"> <li>Juni 17: beendet</li> </ul>	
QE	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dez. 17: Verlängerung um 6 Monate bis Juni 18, Reduzierung auf 40 Mrd./M.</li> <li>H2 18: weitere Reduzierung auf z.B. 20 Mrd./M.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Eingepreist ist die Verlängerung, aber nur eine einmalige Reduzierung von 60 auf 40 Mrd./M.</li> </ul>
Anhebung Einlagenzins	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mitte 18: möglich, abhängig von Euro-Abwertung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Erhöhung um 15 Bp. bis März 19 eingepreist, 25 Bp. bis Sept. 19 vollständig eingepreist</li> </ul>
Zinserhöhungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mitte 19: Beginn der Zinserhöhungszyklus</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Einmalige Erhöhung des Einlagenzinses nicht eingepreist</li> </ul>

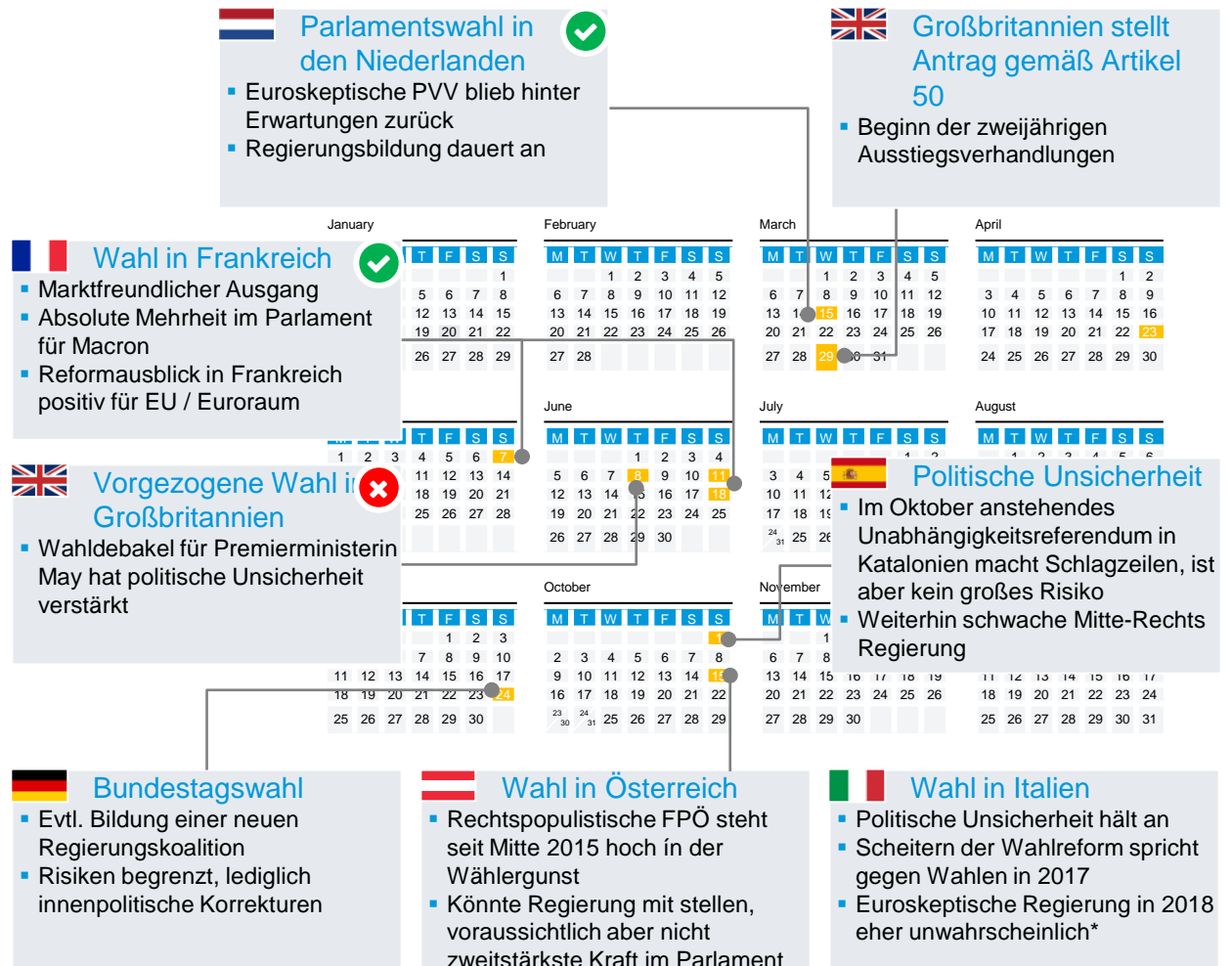


# Wie in unserem Basisszenario unterstellt, haben sich Eventrisiken nicht bemerkbar gemacht



## Europas politischer Kalender für 2017

- 2017 galt als Jahr der politischen Risiken, vor allem in Europa
- Zur Jahresmitte zeigt sich, dass es, wie in unserem Basisszenario unterstellt, zu keiner Eskalation kommen wird
  - In Frankreich und den Niederlanden sind die euroskeptischen Parteien hinter den Erwartungen zurückgeblieben
  - Marktfreundlicher Ausgang der französischen Wahlen
  - Latente Risiken, aber keine Zerrüttung in Italien, Spanien
- Zwar bestehen auch im 2. Halbjahr politische Risiken, eine Eskalation ist aber auch jetzt nicht zu befürchten
- Wichtigste Ausnahme sind, wie erwartet, Großbritannien und die Brexit-Verhandlungen

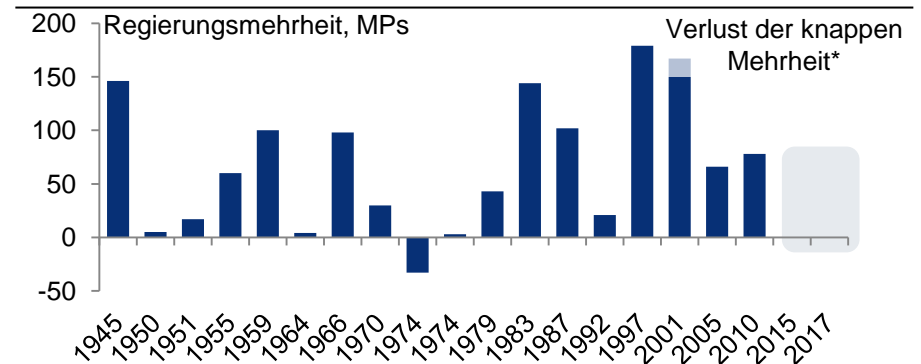




# Nach der Wahlschlappe in Großbritannien ist bis auf Weiteres keine Besserung für die Brexit-Verhandlungen in Sicht

- Die vorgezogenen Wahlen im Juni sollten im Vorfeld der Brexit-Verhandlungen für mehr politische Rückendeckung sorgen
  - Dank einer hauchdünnen Mehrheit hätten die euroskeptischen Tories ein hohes Mitspracherecht beim Brexit-Plan der Regierung gehabt
- Stattdessen haben die vorgezogenen Wahlen den Spielraum der Regierung eingeschränkt
- Zeitplan zu knapp für Verhandlung eines Brexit-Deals und der künftigen Beziehungen – ohne Übergangsregelung droht ein ungeordneter Ausstieg
- Allerdings fehlt der geschwächten Regierung die politische Rückendeckung, um die derzeitige Strategie eines harten Brexit aufzuweichen
- Der Ausgang ist damit nicht mehr so eindeutig wie zuvor
  - Chancen für einen geordneten Ausstieg im Rahmen des derzeitigen Fahrplans sind gesunken
  - Aufgrund der anhaltenden politischen Hängepartie steigt das Risiko eines Brexit-Crash
  - Chancen für „sanfteren“ Brexit gestiegen – aber nur nach einer weiteren politischen Krise
- Politische Lage in Großbritannien wird zum Hemmschuh – Labour-geführte Koalition die beste Alternative, positiverer Ausgang des Brexit, aber innenpolitisch deutlich weniger unternehmensfreundlich
- Entgegenkommen der EU könnte Chancen für einen geordneten Ausstieg verbessern – ist aber unwahrscheinlich

## Statt der erhofften Zugewinne haben die Konservativen bei den Wahlen im Juni Sitze verloren



Anm.: (\*) DUP sichert der Regierung eine hauchdünne Mehrheit  
 Quelle: House of Commons, Deutsche Bank Research

## Brexit-Ausblick nicht länger eindeutig

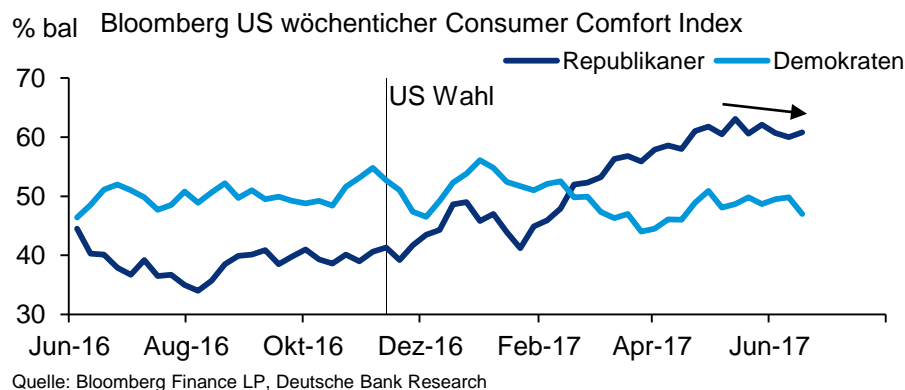
	Beschreibung	Voraussetzungen	
Brexit Crash	<ul style="list-style-type: none"> <li>2019 EU-Austritt ohne Übergangsregelung oder Vereinbarung über das künftige Verhältnis in Kraft</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Geschwächte Regierung, keine Kompromisse</li> <li>Verhandlungen scheitern, Zeit wird knapp</li> </ul>	↑ Wahrscheinlicher ↓ Wahrscheinlicher ↑ Wahrscheinlicher ↓ Wahrscheinlicher ↑ Wahrscheinlicher ↓ Wahrscheinlicher
Harter Brexit	<ul style="list-style-type: none"> <li>Deal im Sinne der britischen Einwanderungspolitik, EuGH, EU Budgetrestrikt.</li> <li>Übergangsregelung in Kraft*</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Weniger Spielraum für derzeitige Regierung</li> <li>Neue Regierung würde dieser Option wohl eine Absage erteilen</li> </ul>	
Sanfterer Brexit	<ul style="list-style-type: none"> <li>Umfassendes Freihandelsabkommen</li> <li>Übergangsregelung in Kraft*</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Unter der derzeitigen Regierung wenig wahrscheinlich</li> </ul>	

# Optimistische Stimmung schlägt um. In den kommenden Wochen könnten entscheidende Weichen für die politischen Vorhaben Trumps gestellt werden

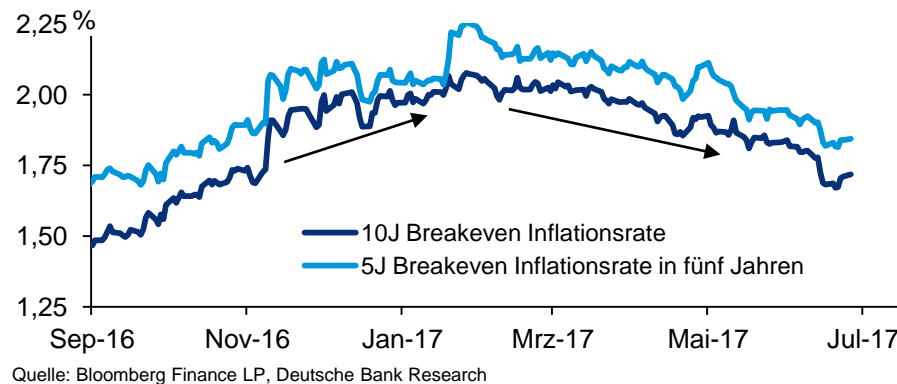


- Knapp fünf Monate, nachdem Präsident Trump sein Amt angetreten hat, **scheint die Stimmung langsam umzuschlagen**
  - Das Verbrauchervertrauen ist nach wie vor hoch. Zuletzt haben die Republikaner in der Wahrnehmung aber an Boden verloren
  - Die Inflationserwartungen sind wieder auf dem Niveau wie vor dem Trump-Effekt
- **Rückschläge bei politischen Vorhaben**
  - Russland-Untersuchung dominiert die Schlagzeilen
  - Bisher keine Mehrheit für Kernvorhaben (z.B. Gesundheits- und Steuerreform)
  - Blockade der Einreiseverbote
- **Aber Fortschritte in einigen wichtigen Bereichen**
  - Trumps Kandidat für Supreme Court vereidigt
  - Deregulierung macht Fortschritte, z.B. **Unternehmensanleihen würden von Plänen des Finanzministeriums zur Senkung der Kapitalkosten bei bestimmten Assetklassen profitieren**
- In den kommenden Wochen werden die Weichen gestellt
  - **Voraussichtlich Abstimmung im Senat über die Gesundheitsreform**
  - Deren Ausgang könnte bei Ausgestaltung und Zeitplan für die Steuerreform eine Rolle spielen
- **In unserem Basisszenario gehen wir nach wie vor davon aus, dass Deregulierung und moderate fiskalische Impulse das Wachstum im Jahr 2018 um einige zehntel Prozentpunkte steigen lassen**

## Republikaner scheinen in der Wahrnehmung der Verbraucher an Boden zu verlieren



## Inflationserwartungen wieder auf dem Niveau vor der Wahl



# Überblick über die Marktprognosen



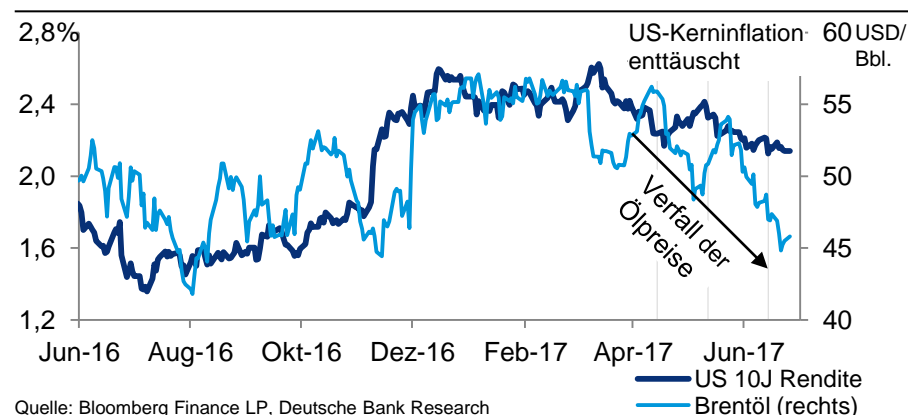
Assetklasse	Einschätzung	Begründung
Aktien	▪ Europa anfällig für Wende bei den Überraschungen	▪ Europäische Aktien profitieren von der kräftigen Wachstumsdynamik ▪ Rückläufige Überraschungsindikatoren könnten zur Belastung werden, Bevorzugung defensive Werte gegenüber zyklischen
	▪ US-Aktien leiden nicht unter Anstieg der US-Zinsen	▪ Insgesamt optimistisch gestimmt für US-Aktien. Bei den US-Makroüberraschungen zeichnet sich die Trendwende ab. Aktien dürften widerstandsfähig gegenüber dem Anstieg der US-Zinsen sein, bevorzugen Finanzwerte gegenüber Verbrauchsgütern und Versorgern
Staatsanleihen	▪ Strategisch pessimistisch	▪ Ausverkauf bei Rohstoffen unterbrochen durch enttäuschende US Inflationsdaten ▪ Aus unserer Sicht ist dies vorübergehender Natur und wir gehen davon, dass sich die Preise wieder normalisieren ▪ Verflachung der Kurve erscheint insbesondere in den USA überzogen
Devisen	▪ Optimistischer für Euro	▪ Anstieg des Euro auf 1,16. Aufgrund der Allianz von Macron und Merkel dürfte am Markt eine positive politische Risikoprämie eingepreist werden; in den USA sind die Zinserhöhungen der Fed bisher nicht eingepreist
	▪ Pessimistisch für Pfund Sterling	▪ Wahlausgang in Großbritannien erhöht die Abwärtsrisiken für einen fundamental ohnehin schwachen Pfund Sterling Ausblick. Nach wie vor bearish Pfund Sterling vs. US-Dollar, Euro, Schweizer Franken
Unternehmensanleihen	▪ Optimistisch für Europa	▪ Besser als erwartete Performance ▪ Kurzfristige Risiken scheinen beherrschbar, daher Long Europe für Carry
	▪ US HY widerstandsfähig	▪ Energie zwar unter erheblichem Druck, Schwäche beschränkt sich jedoch auf diesen Sektor und Einzelhandel. HY insgesamt noch nicht durch Ölpreis belastet.
Schwellenländer	▪ Neutral	▪ Nach wie vor positiven Kapitalzuflüssen / Carrydynamik stehen in weiten Teilen der Schwellenländer unattraktive Bewertungen, nachlassendes Wachstum und ein ungünstigeres finanzpolitisches Umfeld gegenüber
Rohstoffe	▪ Verfall der Ölpreise vorübergehend	▪ Auslöser für Korrektur des Ölpreises ist vor allem die Angebotsseite ▪ Weiteres Abwärtspotenzial begrenzt, bis auf Weiteres aber keine Trendwende in Sicht

# US- und europäische Staatsanleihen strategisch short, für die kommenden Monate zeichnet sich wieder Normalisierung ab

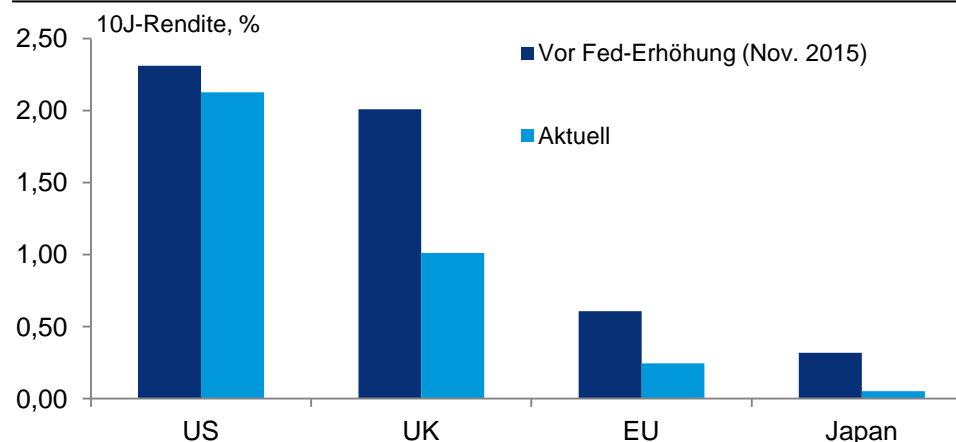


- Angesichts wieder aufkeimender Inflationssorgen wurden die Hoffnungen auf steigende Anleiherenditen in den vergangenen Monaten enttäuscht
  - Verfall der Preise für Rohstoffe, insbesondere Öl
  - US-Kerninflation blieb mehrere Male in Folge hinter den Erwartungen zurück
- Inflationssorgen aber nur vorübergehend
- Denn die sich abzeichnenden geldpolitischen Maßnahmen dürften die Renditen, insbesondere am langen Ende, steigen lassen
  - Voraussichtlich im September wird die Fed den Abbau ihrer Bilanz ankündigen
  - Im Dezember dürfte die EZB wohl die Verlängerung des QE-Programms ankündigen, gleichzeitig aber das Volumen der Anleihekäufe reduzieren
  - Vollständig eingepreist ist bisher keiner dieser Schritte
- In den kommenden Monaten ist daher wieder mit einer Normalisierung zu rechnen
  - Für US- und EU-Anleihen erwarten wir bis Jahresende einen Anstieg um 40-60 Bp.
- Bei weiterhin enttäuschender Inflation und Rohstoffpreisschwäche ist allerdings mit Verzögerung zu rechnen

Niedrigere Rohstoffpreise und enttäuschende US-Inflation sorgten bei Staatsanleihen zuletzt für sinkende Renditen



Renditen trotz Fed-Zinserhöhungen von 100 Bp. seit 2015 nicht höher



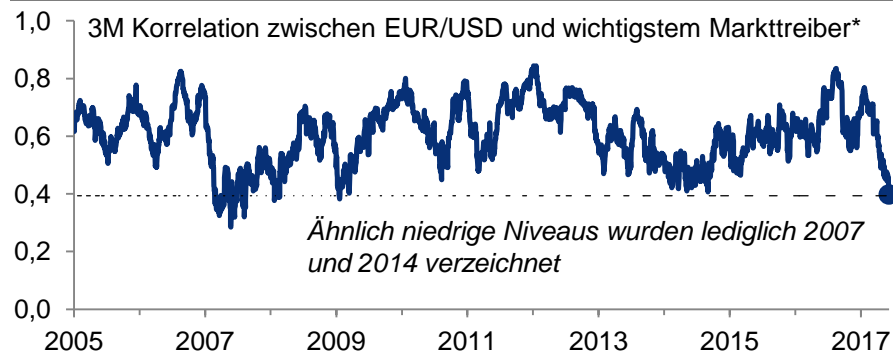
# Für den Euro sind wir inzwischen positiver gestimmt. Am pessimistischen Ausblick für das Pfund Sterling halten wir aber fest



## 1 Anstieg des Euro auf 1,16 ggü. US-Dollar

- Die seit April andauernde Rally ist zwischenzeitlich zum Stillstand gekommen. Euro notiert aber weiterhin nahe mehrmonatiger Höchststände
- Wir sind inzwischen positiver für den Euro gestimmt
  - Dollar reagiert weniger auf Maßnahmen der Fed, EZB
  - Höhere Wahrscheinlichkeit, dass positive Überraschung seitens der pro-EU Allianz von Macron / Merkel eingepreist wird
  - Positionierung: Euro strukturell untergewichtet
  - Fed-Zinsanhebungen nicht eingepreist
- Euro dürfte Höhenflug fortsetzen und bis auf 1,16 steigen
- Traditionelle Treiber für EUR/USD-Bewegungen außer Kraft, Korrelationen auf mehrjährigen Tiefständen

Traditionelle Treiber für EUR/USD-Bewegungen nahezu alle außer Kraft, Korrelationen nahe mehrjährigen Tiefständen

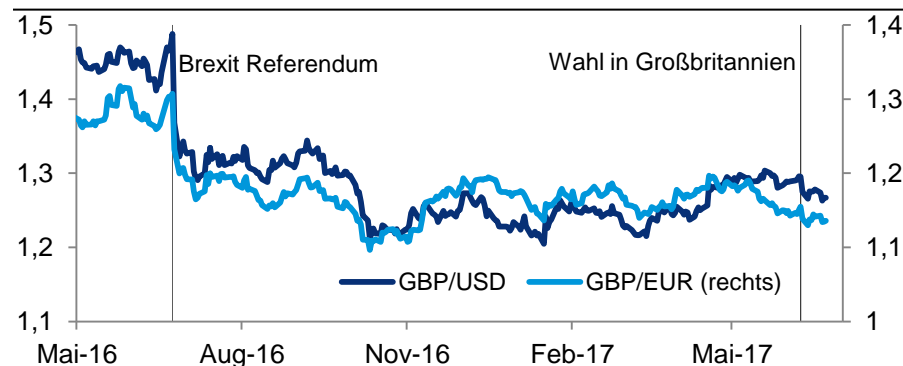


Anm.: (\*) Zeitreihe zeigt die jeweils höchste 3M-Korrelation von EUR/USD zu 30 Marktvariablen  
Quelle: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

## 2 Pessimistisch für Pfund Sterling

- Ausgang der Wahlen in Großbritannien sorgt für höhere Abwärtsrisiken ...
  - Politische Hängepartie, Gefahr eines Brexit-Crash hat zugenommen und belastet Sterling
- ... bei ohnehin enttäuschendem fundamentalen Ausblick
  - Negativer Wachstumsausblick aufgrund des Verfalls der Realeinkommen durch das schwächere Pfund, politische / Brexit-Unsicherheit belastet Vertrauen und Ausgaben
  - Kaum Spielraum für die BoE für Stimulusmaßnahmen angesichts höherer Inflation. Zinserhöhungen würden bei kurzfristig positivem Pfund das Wachstum schwächen
- Wir bleiben bearish Pfund Sterling vs. US-Dollar, Euro, Schweizer Franken

Ausblick für Pfund Sterling bleibt schwach



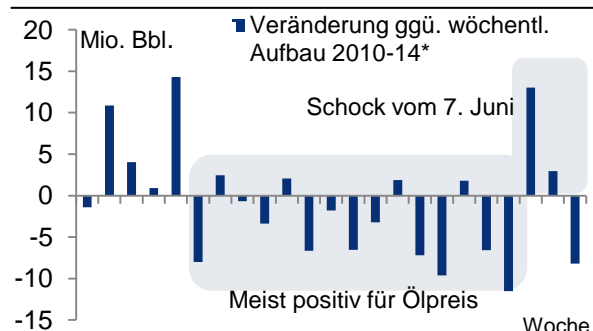
Quelle: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



# Rückgang von 20% beim Ölpreis ist der Angebotsseite geschuldet; weiteres Abwärtspotenzial begrenzt

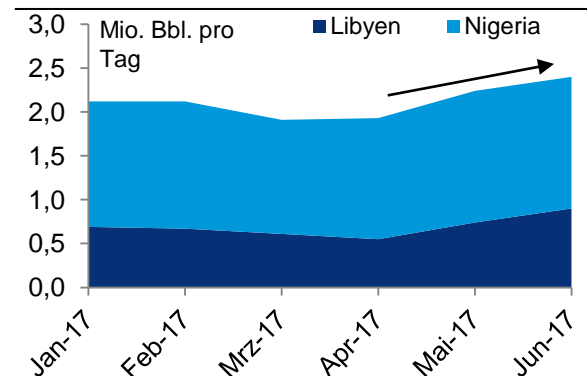
- Absturz des Ölpreises um 20% sorgte für Aufmerksamkeit
  - “Bärenmarkt” Schlagzeilen
  - Sorgen bezüglich Wachstum, Inflation, Risikoimplikationen
- Geschuldet ist der Rückgang vor allem der Angebotsseite, ausgelöst von einer Abfolge angebotsrelevanter Meldungen und Daten
  - Anstieg der US-Lagerbestände Anfang Juni überraschte
  - In den von den Kürzungen ausgenommenen OPEC-Ländern steigt die Förderung
  - Prognose der OECD für den Angebotsüberschuss wurde nach oben revidiert, weshalb der Abbau der Lagerbestände im Jahr 2018 deutlich geringer ausfallen dürfte
- Weiteres Abwärtspotenzial ist begrenzt ...
  - Auch wenn der Ölpreis immer wieder zur Schwäche tendiert, ist er seit über einem Jahr nicht unter USD 40/Bbl. gefallen
- ... Eine Trendwende ist aber bis auf Weiteres nicht in Sicht
  - Schieferölproduzenten in den USA sind Randerzeuger
  - Hedging sichert Produzenten kurzfristig gegen fallende Preise ab
  - Kürzung der Förderquoten nur, wenn Preise bis auf Weiteres auf niedrigem Niveau verharren

Öl reagiert auf Anstieg der US-Lagerbestände



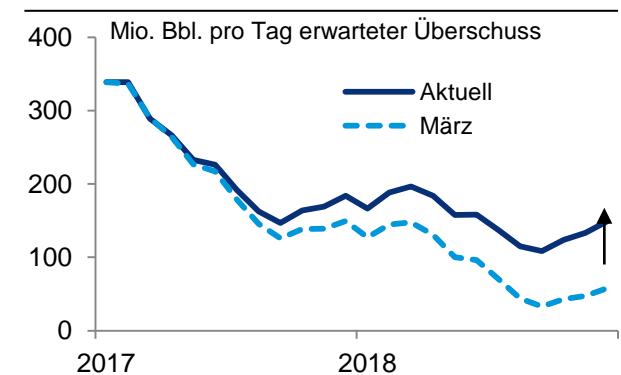
Anm.: (\*) Über / unter wöchentlichem Lageraufbau, verglichen mit dem Durchschnittswert für die Vergleichswoche im Jahr 2010-14. Quelle: EIA, Deutsche Bank Research

In den von den Kürzungen ausgenommenen OPEC-Ländern ist die Förderung gestiegen



Quelle: IEA, Deutsche Bank Research

OECD hat ihre Projektionen für den Angebotsüberschuss seit März angehoben



Quelle: IEA, Deutsche Bank Research

# DB-Prognosen



BIP-Wachstum (%)	2015	2016F	2017F	2018F
Global	3,3	3,1	3,6	3,7
USA	2,6	1,6	2,4	2,6
Euroland	1,9	1,7	1,8	1,6
Deutschland	1,7	1,9	1,6	1,5
Frankreich	1,0	1,1	1,4	1,6
Italien	0,8	0,9	1,0	1,0
Spanien	3,2	3,2	2,7	2,1
Japan	1,1	1,0	1,2	0,7
Großbritannien	2,2	1,8	1,6	1,2
China	6,9	6,7	6,7	6,3
Indien	7,5	7,9	7,0	7,8
Schwellenländer Asien	6,2	6,2	6,1	6,1
Schwellenländer (MOE, EMEA)	1,6	1,4	2,5	2,8
Schwellenländer (Lateinamerika)	-0,3	-1,1	1,2	2,4
Schwellenländer	4,2	4,2	4,7	4,9
Industrieländer	2,1	1,6	2,0	2,0

\* VPI-Prognosen (%) als Durchschnittswert für den jeweiligen Zeitraum

CEEMEA:	Tschechische Republik, Israel, Ägypten, Ungarn, Kasachstan, Nigeria, Polen, Rumänien, Russland, Saudi-Arabien, Südafrika, Türkei, VAE und Ukraine
Lateinamerika:	Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela
Asien:	China, Hongkong, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Sri Lanka, Taiwan, Thailand, Vietnam
Industrieländer:	Australien, Kanada, Dänemark, Euroraum, Japan, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz, Großbritannien, USA

Quelle: Deutsche Bank Research

## Verbraucherpreisinflation gg. VJ. (%)

	2015	2016P	2017P	2018P
USA	0,1	1,3	2,3	2,1
Euroland	0,0	0,2	1,6	1,5
Japan	0,8	-0,1	0,4	0,5
Großbritannien	0,1	0,6	2,7	2,8
China	1,4	2,0	1,7	2,7

## Leitzinsen (%)

	Aktuell	Q4-17P	Q4-18P	Q4-19P
USA	1,125	1,375	2,375	3,125
Euroland	0,00	0,00	0,25	0,50
Japan	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Großbritannien	0,25	0,25	0,25	0,25
China	1,50	1,50	1,50	1,50

## Wichtige Marktkennzahlen

	Aktuell	Q4-17P	Q4-18P	Q4-19P
US-10J-Renditen (in %)	2,14	2,75	3,00	3,25
EUR-10J-Renditen (in %)	0,25	0,65		
EUR/USD	1,118	1,16	<i>under review</i>	
USD/JPY	112	118	122	110
S&P 500	2.439	2.600		
Stoxx 600	389	375		
Öl WTI (USD/Barrel)	43,4	52,0	52,0	53,0
Öl Brent (USD/Barrel)	45,8	55,0	55,0	56,0

Aktuelle Preise am 26. Juni 2017