



„Ein synchroner wirtschaftlicher Aufschwung sorgt für eine Beschleunigung des Welthandels und stützt so vor allem Aktien aus den aufstrebenden Volkswirtschaften.“

Max Holzer, Leiter Relative Return



## April 2017: Neues von den Märkten

Wir arbeiten für Ihr Investment

# Inhaltsverzeichnis

<u>Die Märkte im Überblick</u>	3
<u>Prognosen</u>	5
<u>Konjunktur</u>	6
<u>Geldpolitik</u>	8
<u>Renten</u>	9
<u>Aktien</u>	11
<u>Rohstoffe</u>	13
<u>Währungen</u>	14
<u>Immobilien</u>	15

## Die Märkte im Überblick

Donald Trump ist mit der Abstimmung zu seiner Gesundheitsreform gescheitert. Wird nun der wirtschaftliche Optimismus, der sich seit der US-Wahl aufgebaut hat, an den Börsen wieder ausgepreist? Wir haben diese Frage mit einem klaren Nein beantwortet: Trump ist nicht alles, die globale Konjunktur zeigt sich ausreichend robust – das sollte für die Kapitalmärkte bis auf Weiteres entscheidend sein! Wir bleiben deshalb bei einer offensiven Ausrichtung, mit einem „RoRo“-Meter auf Stufe 4.

Vom politischen Tod Donald Trumps kann man zweifellos (noch) nicht sprechen, auch wenn er sein Wahlversprechen, Obamacare abzuschaffen, vorerst nicht einlösen konnte. Für die Kapitalmärkte sind ohnehin andere Punkte seiner wirtschaftspolitischen Agenda entscheidend, insbesondere die Frage fiskalischer Impulse über Steuersenkungen und Infrastrukturausgaben – Themen, die weniger emotional aufgeladen sind als Obamacare und bei denen die Mehrheitsbeschaffung einfacher sein sollte. Auch dies mag ein Grund sein, warum die Börsen auf seine Niederlage „erwachsen“ reagierten und es nur leichte Verluste bei Aktien gab. Am Ende sind die wirklich guten Fundamentaldaten relevanter. Das Bild eines weltweit synchronen wirtschaftlichen Aufschwungs wurde in den letzten Wochen bestätigt. Die Einkaufsmanagerindizes, vor allem im Euroraum, sehen sehr positiv aus. Dazu dürfte auch das Wahlergebnis der Populisten in den Niederlanden beigetragen haben. Bei der anstehenden Kür eines neuen französischen Präsidenten stehen die Chancen gut, dass es nicht zu einem „Wahlunfall“ (sprich: einem Sieg von Marine Le Pen) kommen wird. Dieser Optimismus fühlt sich etwas übertrieben an, schließlich sind es bis zum entscheidenden zweiten Wahlgang noch sechs Wochen und es kann noch einiges passieren, das den Populisten helfen könnte. Nichtsdestotrotz: Konkret drohendes Unheil für den Euroraum muss man nicht befürchten.

### Die wichtigsten weiteren Ergebnisse

**Konjunktur:** Auch wenn in manchen Bereichen (USA) die „harten“ ökonomischen Fakten den Indikatoren (noch) hinterherhinken, darf man eher eine weitere Dynamisierung der Konjunktur als das Gegenteil erwarten. Positive Auswirkungen hat das insbesondere für Europa und die Schwellenländer, die Nachholbedarf haben.

**Geldpolitik:** Von übergeordneter Bedeutung war, dass die Fed bei ihrer März Sitzung zwar die Leitzinsen wie erwartet angehoben hat, in ihrer Kommunikation aber nicht allzu aggressiv klang. Trotz der weiterhin bestehenden Erwartung von zwei weiteren Zinsschritten in 2017 trug dies dazu bei, die Entwicklung der Renditen von US-Treasuries und des US-Dollars zu dämpfen – und wirkte sich umgekehrt begünstigend auf Schwellenländer-Anlagen aus.

**Schwellenländer:** Die Verbesserung des globalen Konjunkturbilds schließt auch (viele) Schwellenländer ein. Dazu tragen die höheren Rohstoffpreise bei, aber auch die positive Entwicklung in Ländern wie Indien und Brasilien. Auch die Kommentare der Fed und die deutlich weniger gewordenen Einlassungen Trumps zum

Thema Protektionismus unterstützen diesen positiven Trend. Dies führte auch dazu, dass viele Indikatoren für den Handel zum Beispiel mit und von asiatischen Ländern stark stiegen. Im Auge behalten muss man in diesem Kontext allerdings den Ölpreis: Sollte er fallen, wäre die positive Entwicklung der Schwellenländer wieder infrage gestellt.

**Anleihen:** Das sich weiter aufhellende Konjunkturbild der Eurozone einerseits und die erwähnten geringer eingeschätzten politischen Risiken (Frankreich) könnten die Basis für einen Renditeanstieg von Anleihen der Eurozone sein. Anders ausgedrückt: Der sichere Hafen wäre weniger gefragt. Dazu passt, dass die Vorbehalte gegen Peripherieanleihen zwar gesunken, aber nicht verschwunden sind, was sich vor allem an den Erwartungen an die weitere Politik der Europäischen Zentralbank (EZB) ablesen lässt, die dazu führen könnte, dass Krisenländer wie Italien weniger stark von der Zentralbank unterstützt würden.

**Aktien:** Neben dem positiven Makrobild macht vor allem der Blick auf die Gewinnsschätzungen der Analysten optimistisch. Erstmals seit Jahren werden die Schätzungen zu Jahresbeginn nicht deutlich nach unten korrigiert. In nahezu allen Regionen hat sich das Verhältnis von positiven zu negativen Gewinnrevisionen verbessert. Hiervon dürften vor allem Aktien der Schwellenländer sowie der Eurozone profitieren. Wir beobachten zudem ein größeres Interesse von US-Anlegern an europäischen Aktien.

**Rohstoffe:** Das Absacken des Ölpreises in der ersten Märzhälfte war eher überraschend. Als Ursache wurden vor allem höhere Lagerbestände ausgemacht. Ein Aufweichen der vereinbarten Förderbeschränkungen durch die OPEC-Länder konnte hingegen nicht festgestellt werden. Und anderem deshalb erscheint uns der Preisrückgang übertrieben. Ein Anziehen der Weltkonjunktur sollte für eine Rückkehr zur Preisspanne zwischen 55,- und 60,- US-Dollar pro Barrel sorgen.

### Spürbare Belegung des Welthandels

Morgan-Stanley-Frühindikator für den globalen Welthandel



Quelle: Bloomberg. Stand: 29. März 2017.

# Die Märkte im Überblick

## Unsere aktuelle Risikoeinschätzung

- Wir beobachten einen weltweit synchronen Aufschwung, der zu einer deutlichen Beschleunigung des Welthandels führt
- Erste Zahlen von Unternehmen mit einem gebrochenen Quartal (Bilanzstichtag zum Beispiel 28.2.) deuten zudem auf eine sehr solide Berichtssaison hin
- Von den Notenbanken ist kurzfristig kein Störfeuer zu erwarten. In den USA erwarten wir dieses Jahr maximal noch zwei weitere Zinsschritte. Die EZB wird weiter abwarten, mittelfristig werden die Anleihekäufe aber an Grenzen stoßen
- Die Wahrscheinlichkeit für einen „Wahlunfall“ in Frankreich ist gesunken
- Unsere allgemeine Risikoeinschätzung („RoRo“-Meter) bleibt mit Stufe 4 im leicht offensiven Bereich

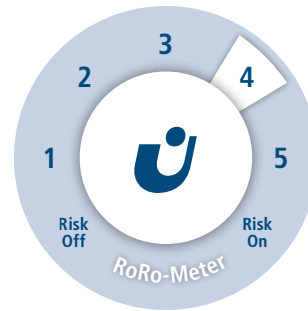
## Unsere Sicht auf die Anlageklassen

- **Renten:** Eine im Ausblick eher zurückhaltende US-Notenbank, ein anziehender Welthandel und stabile Rohstoffpreise dürften Anleihen aus den Schwellenländern stützen
- **Aktien:** Gute Konjunkturdaten sprechen weiterhin klar für Aktien. Auch hier rücken nun Werte aus den aufstrebenden Volkswirtschaften stärker in den Fokus. Innerhalb der Industrieländer favorisieren wir ganz klar Europa
- **Währungen:** Die Stimmungsindikatoren in den USA sind zwar gestiegen, die harten Zahlen ziehen aber bislang nicht nach, weshalb wir kein Potenzial für einen weiter fester notierenden US-Dollar sehen
- **Rohstoffe:** Eine steigende Nachfrage und die Förderkürzungen der OPEC-Staaten sollten für steigende Ölpreise sorgen. Gold ist nach wie vor als Inflationsschutz gefragt
- Am Geldmarkt bleibt das Bild unverändert. Die Zinssätze liegen weiterhin nahe null und machen die Haltung von **Kasse** aus Renditesicht unattraktiv
- **Absolute-Return-Strategien** werden neutral gesehen
- Der Ausblick für **Immobilien** ist weiterhin attraktiv. Deutschland und Europa (ohne Deutschland) werden weiterhin favorisiert

Die Zeichen → = ← zeigen die Veränderung zum Vormonat an.

Nicht favorisiert  Stark favorisiert













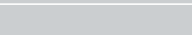




## „RoRo“-Meter



Quelle: Union Investment. 28. März 2017. Letzte Änderung von 3 auf 4 am 8. Dezember 2016.





**Erläuterung:** Zur Festlegung der Anlagestrategie wird zunächst das Marktumfeld genau analysiert. Das Ergebnis schlägt sich in einer Risikoeinschätzung nieder. Dazu formuliert das Union Investment Committee eine Risk-on-/Risk-off-Entscheidung in fünf Stufen (1, 2, 3, 4, 5). Sie ist wie folgt zu interpretieren: Eine „5“ steht für eine hohe Risikoneigung, eine „1“ für einen weitgehenden Rückzug aus Risikoanlagen.

## Attraktivität der Anlageklassen

<b>Renten</b>		=
Staatsanleihen Kerneuropa		←
Covered Bonds		=
Staatsanleihen Euro-Peripherie		→
Unternehmensanleihen (Euro Investment Grade)		=
Unternehmensanleihen (Euro High Yield)		=
Staatsanleihen Schwellenländer		→
<b>Aktien</b>		=
Industrieländer		←
Schwellenländer		→
<b>Rohstoffe</b>		=
<b>Währungen</b>		
US-Dollar		←
Britisches Pfund		=
Japanischer Yen		=
Währungen Schwellenländer		=
<b>Absolute Return</b>		=
<b>Kasse</b>		=

Quelle: Union Investment. Stand: 28. März 2017.

**Erläuterung:** Bei der obigen Darstellung handelt es sich um eine **relative Sichtweise eines Multi Asset-Portfolios (ohne Immobilien)**. Wird eine Anlageklasse stärker favorisiert, bedingt dies im Gegenzug einen niedrigeren Investitionsgrad in einer anderen Anlageklasse. Diese würde dann als weniger favorisiert eingestuft – oder umgekehrt. Immobilien bleiben bei dieser Betrachtung außen vor.

<b>Immobilien</b>		
Deutschland		=
Europa (ohne Deutschland)		→
USA		=
Asien/Pazifik		←

Quelle: Union Investment. Stand: 31. Dezember 2016. Einschätzung ist für drei Monate gültig.

**Erläuterung:** Bei der obigen Darstellung handelt es sich um eine **relative Sichtweise der Büroimmobilienmärkte** vor dem Hintergrund der aktuellen Marktperspektiven. Aufgrund der Datenverfügbarkeit erfolgt eine quartalsweise Aktualisierung.

## Prognosen

Die Prognosen geben die Einschätzung von Union Investment zum gegenwärtigen Zeitpunkt wieder und können ohne Ankündigung geändert werden. Sofern eine Prognose im Vergleich zum vorangegangenen Bericht signifikant angepasst wird, erläutern wir dies im jeweiligen Kapitel. Regelmäßige Anpassungen, die sich aufgrund der Verschiebung des Prognosehorizonts ergeben, werden in der Regel nicht erläutert.

BIP	Deutschland	Euroraum	USA	Japan	China
2016	1,8 %	1,7 %	1,6 %	1,0 %	6,7 %
2017	1,7 %	1,7 %	1,8 %	1,1 %	6,6 %
2018	1,8 %	1,7 %	2,3 %	1,0 %	6,4 %

Inflation	Deutschland	Euroraum	USA	Japan	China
2016	0,6 %	0,4 %	1,3 %	-0,1 %	2,0 %
2017	2,3 %	1,6 %	2,6 %	0,7 %	2,4 %
2018	1,8 %	1,5 %	1,7 %	0,6 %	2,3 %

10-Jahres-Renditen	Deutschland	USA	Leitzinsen	Euroraum	USA
Aktueller Stand*	0,3 %	2,3 %	Aktueller Stand*	0,00 %	0,75–1,00 %
In 3 Monaten	0,6 %	2,6 %	In 3 Monaten	0,00 %	1,00–1,25 %
In 12 Monaten	0,9 %	3,0 %	In 12 Monaten	0,00 %	1,25–1,50 %

Aktien	DAX 30	EURO STOXX 50	S&P 500	Nikkei 225
Aktueller Stand*	12.280	3.490	2.360	18.860
In 3 Monaten	12.600	3.600	2.380	19.700
In 12 Monaten	12.700	3.650	2.400	20.000

Rohstoffe	Gold	Öl (Brent)	MS RADAR ex. Ag.
Aktueller Stand*	1.255	55	140
In 3 Monaten	1.250	57	142
In 12 Monaten	1.400	60	150

Währungen	Euro/US-Dollar	Euro/ Britisches Pfund	Euro/ Japanischer Yen	Euro/Schweizer Franken
Aktueller Stand*	1,07	0,86	118	1,07
In 3 Monaten	1,04	0,88	122	1,08
In 12 Monaten	1,10	0,87	127	1,10

Immobilienrenditen**	Deutschland	Europa (ex. Deutschland)	USA	Asien/Pazifik
31. Dezember 2016	3,5 %	4,3 %	4,5 %	4,4 %
31. Dezember 2017	3,4 %	4,1 %	4,7 %	4,4 %

\* Stand: 31. März 2017.

\*\* Daten werden quartalsweise aktualisiert. Auf Basis regionaler Indizes werden nachfolgende Städte zusammengeführt: **Deutschland:** Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, München. **Europa:** Amsterdam, Brüssel, Helsinki, Lissabon, London, Luxemburg, Madrid, Mailand, Paris, Prag, Stockholm, Warschau. **USA:** Atlanta, Boston, Chicago, Dallas, Houston, Los Angeles, New York, Miami, San Francisco, Seattle, Washington. **Asien/Pazifik:** Tokio, Kuala Lumpur, Singapur, Seoul, Sydney.

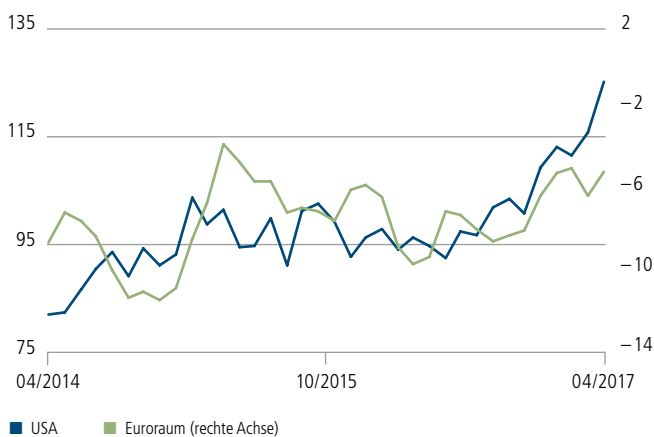
# Konjunktur

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Der weltweite synchrone Aufschwung verfestigt sich und stimmt zuversichtlich
- In den USA bleiben die „harten“ Industriedaten hinter den Stimmungsindikatoren zurück
- Im Euroraum blüht die Konjunktur förmlich auf
- Es ist eine spürbare Belebung des Welthandels festzustellen, die vor allem die Schwellenländer begünstigt
- Ölpreis-Basiseffekte haben deutlich abgenommen und zu niedrigeren Inflationsraten geführt
- Donald Trump bleibt ein Risikofaktor: Politische Entscheidungen können sowohl marktfreundlich als auch verunsichernd ausfallen

## US-Konsumentenstimmung zieht merklich an

Jeweils in Punkten



Quelle: Thomson Reuters. Stand: 3. April 2017.

## Aktuelle Entwicklung

**Euroraum:** Der Frühling lässt auch die europäische Wirtschaft in diesen Tagen aufblühen. Dabei hat vor allem der schwache Euro der europäischen Konjunktur in den letzten Monaten Leben eingehaucht. So verwundert es nicht, dass Analysten derzeit ihre Wachstumsprognosen nach oben korrigieren. Die viel beachteten Einkaufsmanagerindizes stehen damit in Einklang und zeigen unverändert deutlich nach oben. Der Gesamtindex für den Euroraum kletterte auf 56,7 Zähler. In Deutschland stach vor allem die Umfrage im verarbeitenden Gewerbe positiv hervor. Hier wurde ein Wert von 58,3 Punkten erreicht. Anders als in den USA ist die Erholung auch immer mehr an den „harten“ Konjunkturdaten abzulesen. So konnte etwa die Industrieproduktion im Euroraum gesteigert werden. Positiv ist auch zu bemerken, dass in nahezu allen Ländern eine Belebung festzustellen ist, wenn auch unterschiedlich stark.

Konjunktur	Aktuell	Vor 1 Monat	Vor 3 Monaten	Vor 6 Monaten
ifo Geschäftsklimaindex	112,3	111,1	111,0	109,5
EU-Einkaufsmanagerindex	56,7	56,0	54,4	52,6
Inflation Euroraum	1,5	2,0	1,1	0,4
ZEW-Erwartungen Euroraum	25,6	17,1	18,1	5,4
US-Einkaufsmanagerindex (ISM)	53,2	54,1	54,1	52,3
US-Einzelhandelsumsätze	0,1	0,6	0,2	0,0
US-Arbeitsmarkt (nfp)	235,0	238,0	164,0	176,0
Inflation USA	2,7	2,5	1,7	1,1

Quelle: Datastream, Bloomberg. Stand: 31. März 2017.

## Einkaufsmanagerindizes weiter im Aufwind

Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe im Zeitablauf

Land	März 2017	Feb. 2017	Jan. 2017	Dez. 2016	Nov. 2016	Okt. 2016	Sept. 2016
China (Caixin)	51,2	51,7	51,8	51,9	50,9	51,2	50,1
Japan	52,4	53,3	52,7	51,9	51,3	51,4	50,4
USA (Markit)	53,3	54,2	55,0	54,2	54,1	53,4	51,5
Euroraum	56,2	55,4	55,2	54,9	53,7	53,5	52,6
Deutschland	58,3	56,8	56,4	55,6	54,3	55,0	54,3
Frankreich	53,3	52,2	53,6	53,5	51,7	51,8	49,7
Italien	55,7	55,0	53,0	53,2	52,2	50,9	51,0
Spanien	53,9	54,8	55,6	55,3	54,5	53,3	52,3

**Erläuterung:** Eine Notierung der Einkaufsmanagerindizes unter 50 zeigt an, dass die Geschäfte im Vergleich zum Vormonat schrumpfen, Werte über 50 signalisieren Wachstum. Ein Wert von 50 bedeutet keine Veränderung im Vergleich zum Vormonat.

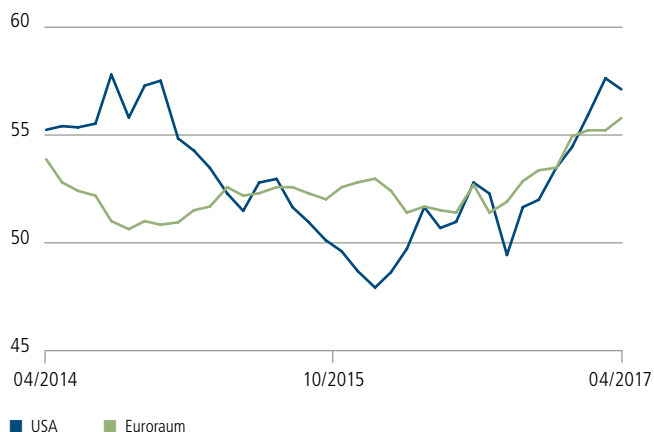
Quelle: Bloomberg. Stand: 1. März 2017.

**USA:** Das Wirtschaftswachstum in den USA kann weiterhin als sehr solide bezeichnet werden. Es bleiben jedoch einige Fragezeichen. Schließlich stehen die Stimmungsindikatoren auf der einen und die „harten“ Daten aus der Industrie auf der anderen Seite in einem starken Missverhältnis. Klassische Frühindikatoren zeigen unverändert nach oben. Das vom Conference Board ermittelte Verbrauchervertrauen markierte ein 17-Jahres-Hoch. Die Einzelhandelsumsätze stiegen jedoch nur um 0,1 Prozent und blieben hinter den Erwartungen zurück. Auch die Auftragseingänge für langlebige Wirtschaftsgüter enttäuschten leicht. Zudem fiel der viel beachtete Einkaufsmanagerindex erneut schwächer aus. Mit 53,3 Zählern liegt der Frühindikator aber deutlich über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. In den vergangenen Wochen schwächten sich die Inflationserwartungen wieder ab.

# Konjunktur

## Unternehmen blicken zuversichtlich in die Zukunft

Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe, in Punkten



Quelle: Thomson Reuters. Stand: 3. April 2017.

## Inflationserwartungen sind wieder rückläufig

Euroraum, in Prozent



\* Fünfjährige Inflationserwartung in fünf Jahren.  
Quelle: Thomson Reuters. Stand: 3. April 2017.

## Ausblick

**Konjunktur:** Der synchrone Aufschwung der Weltwirtschaft verfestigt sich weiter. In nahezu allen Regionen zeigen wichtige Frühindikatoren nach oben. Parallel dazu ist eine deutliche Belebung des Welthandels festzustellen. Hiervon dürften vor allem die Länder der aufstrebenden Volkswirtschaften profitieren. Von Vorteil ist hier sicherlich auch, dass protektionistische Maßnahmen der Trump-Administration bislang ausblieben und nun auch weniger intensiv diskutiert werden. Wir sind darüber hinaus auch zuversichtlich, was die weitere Entwicklung der Rohstoffmärkte angeht, die ebenfalls viele Schwellenländer stützen dürfte.

Die USA befinden sich in einem sehr reifen Stadium des Konjunkturzyklus. Die Hoffnung auf einen Fiskalstimulus durch den neuen US-Präsidenten hat der US-Konjunktur jedoch wieder Leben eingehaucht. Viele wichtige Frühindikatoren zeigen daher seit Wochen nach oben. Aus den „harten“ Daten ist eine Belebung allerdings noch nicht abzulesen, wohl auch deshalb, weil konkrete Beschlüsse bislang ausblieben. Die gescheiterte Abstimmung über Änderungen an der von Barack Obama auf den Weg gebrachten Gesundheitsreform haben Zweifel an der Handlungsfähigkeit der US-Regierung aufkommen lassen. Wir denken aber, dass andere Themen weniger emotional aufgeladen sind und sich für eine Steuerreform oder Infrastrukturmaßnahmen eher Mehrheiten finden werden.

Im Euroraum zeigen wichtige Frühindikatoren ebenfalls nach oben und sind im Unterschied zu den USA auch von Daten aus der Industrie unterlegt. Die Erholung ist inzwischen nicht mehr nur an den Kernländern, sondern auch an Ländern wie Spanien abzulesen, und hat damit an Stärke und Breite gewonnen. Für Rückenwind

sorgte in den vergangenen Monaten besonders der schwache Euro, der insbesondere der exportstarken deutschen Wirtschaft hilft. Mögliche Risiken sind vor allem von politischer Seite aus zu erwarten. Die Gefahr eines „Wahlunfalls“ in Frankreich ist, wenn man den jüngsten Umfragewerten glauben kann, aber zuletzt deutlich geringer geworden. Aller Voraussicht nach dürfte der parteilose und wirtschaftsfreundliche Macron das Rennen um die Präsidentschaft gewinnen. Der Beginn der Brexit-Verhandlungen mit Großbritannien könnte allerdings ebenfalls zu Verwerfungen führen.

Die aktuellen Indikatoren aus China zeichnen ein weitgehend unverändertes Bild. Das Reich der Mitte sieht sich nach wie vor großen Herausforderungen gegenüber und wartet mit einer Stop-and-go-Politik auf. Stimulierungsmaßnahmen der Regierung auf der einen Seite stehen Aktivitäten zur Begrenzung des Wachstums auf der anderen Seite gegenüber. Jüngst wurden die Kreditvergabestandards verschärft, um einer drohenden Überhitzung des Immobilienmarktes entgegenzuwirken. Die ersten Gespräche mit der US-Regierung laufen an. Statt großer Handelsbeschränkungen deuten sich Strafzölle in einzelnen Branchen wie der Stahlbranche an. Aufgrund der dortigen Überkapazitäten dürfte auch China mit einem solchen „Deal“ Trumps gut leben können.

**Inflation:** Im Februar haben die Basiseffekte aus dem Ölpreisanstieg des vergangenen Jahres wie erwartet ihren Höhepunkt erreicht. Die jüngsten Zahlen für März waren bereits deutlich rückläufig. Mögliche Zweitrundeneffekte blieben bislang ebenfalls aus. Die Inflationserwartungen waren deshalb sowohl in den USA als auch in Europa rückläufig. Stark steigende Inflationsraten sind derzeit nicht in Sicht.



# Geldpolitik

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Die US-Notenbank hat das aktuelle Umfeld für einen weiteren Zinsschritt genutzt, dämpfte im Anschluss aber zugleich die Befürchtungen, die weitere Politik könne womöglich zu restriktiv ausfallen
- Die EZB zeigt sich weiter abwartend und ist versucht, eine Tapering-Debatte gar nicht erst aufkommen zu lassen. Dies dürfte aber aufgrund der aktuellen Kaufbeschränkungen unvermeidlich sein
- Höhere Inflationsraten erhöhen den Druck auf die Bank of England, trotz der Wachstumssorgen möglicherweise die Zinsen zu erhöhen

Geldpolitik	Aktuell	Vor 1 Monat	Vor 3 Monaten	Vor 6 Monaten	Tendenz*
Leitzins Euroraum	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	→
Leitzins USA	1,00 %	0,75 %	0,75 %	0,50 %	↑
Leitzins Japan	-0,06 %	-0,05 %	-0,06 %	-0,06 %	→
Leitzins Großbritannien	0,25 %	0,25 %	0,25 %	0,25 %	→
3-Monats-EURIBOR	-0,33 %	-0,33 %	-0,32 %	-0,30 %	→
Ankaufprogramm der EZB (QE) in Mrd. Euro	1.771,74	1.708,92	1532,05	1305,94	↓

Quelle: Datastream, Bloomberg. Stand: 31. März 2017.

## Nächster Zinsschritt könnte im Juni folgen

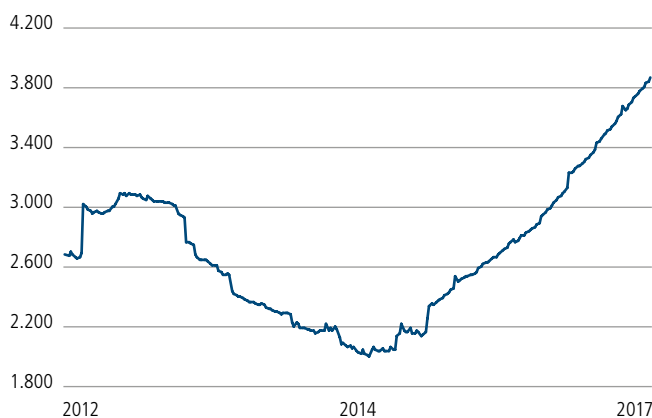
Wahrscheinlichkeit einer Fed-Leitzinserhöhung im Juni um 25 Basispunkte, in Prozent



Quelle: Bloomberg. Stand: 3. April 2017.

## Drosselung der Anleihekäufe hat begonnen – Bilanzanstieg wird sich verringern

EZB-Bilanz in Milliarden Euro



Quelle: Bloomberg. Stand: 3. April 2017.

## Aktuelle Entwicklung

Vonseiten der US-Notenbanker deuteten alle Kommentare zu Monatsbeginn auf einen weiteren Zinsschritt hin, zu dem es letztlich auch kam. Wie erwartet erhöhten die Währungshüter den Leitzins um 25 Basispunkte, zeigten sich in der anschließenden Pressekonferenz aber überraschend zurückhaltend. Die zweite Erhöhung innerhalb von drei Monaten hatte bei vielen Marktteilnehmern den Eindruck erweckt, die Währungshüter würden von nun an deutlich aggressiver zu Werke gehen. Nachdem die Fed in den letzten Jahren jedoch mehrfach die Chance einer Erhöhung ungenutzt ließ, sieht es so aus, als hätten die Notenbanker diese nun nutzen wollen. Das Wachstumsbild ist freundlich, die Inflation liegt leicht über dem Zielwert und die Marktstimmung war ebenfalls positiv. Für das restliche Jahr werden jedoch nur noch maximal zwei weitere Zinsschritte erwartet.

## Ausblick

Neben den bereits erwähnten zwei Zinserhöhungen seitens der **US-Notenbank** wird weiterhin eine Verkürzung der Bilanz in Betracht gezogen. Bislang werden fällige Papiere und erhaltene Zinskupons aus dem damaligen Ankaufprogramm noch reinvestiert. Nun gibt es Überlegungen, die Bilanz zwar nicht aktiv, also durch Verkäufe, wohl aber passiv zu verkürzen. Die Reinvestition von Fälligkeiten würde dann ausbleiben. Ein derartiger Schritt hätte eine ähnliche Wirkung wie eine Zinserhöhung.

Die **EZB** hatte zuletzt noch einmal betont, sie könne das Ankaufprogramm bei Bedarf auch wieder ausweiten. Damit will sie offenbar die Tapering-Debatte im Keim ersticken. Wir glauben nicht, dass ihr das gelingen wird. Schließlich sorgen die selbst gesteckten Grenzen dafür, dass eine Fortführung spätestens zum Jahresende überdacht werden muss. Vermutlich wird bereits im Herbst eine Reduzierung angekündigt.



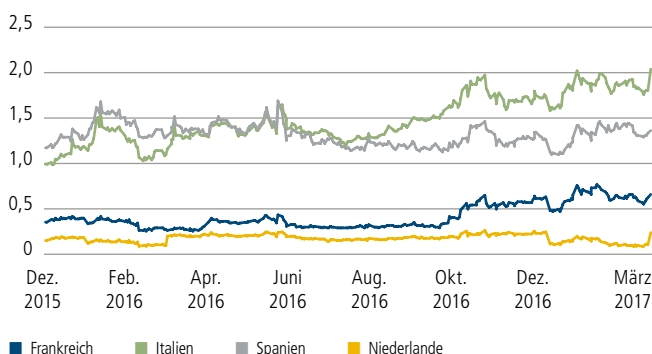
# Renten

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Staatsanleihen handelten zuletzt sehr volatil, in Summe aber überwiegend seitwärts. Papiere aus den USA schnitten besser ab als solche aus Europa
- Unternehmensanleihen hielten sich Dank des Ankaufprogramms der EZB noch recht gut. Nachrangpapiere waren besonders gefragt
- Anleihen aus den Schwellenländern verbuchen unverändert große Zuflüsse. Sie profitieren derzeit auch davon, dass Handels-sanktionen seitens der USA ausbleiben
- Aufgrund der guten Konjunkturdaten gehen wir bis zum Jahres-ende von leicht steigenden Zinsen aus

## Ungewisser Wahlausgang in Europa lässt Risikoprämien steigen

Risikoaufschläge gegenüber zehnjährigen Bundesanleihen seit Ende 2015, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters. Stand: 3. April 2017.

## Aktuelle Entwicklung

**USA:** Gute Konjunkturdaten und vor allem die hohen Erwartungen im Vorfeld der Sitzung der US-Notenbank lasteten zunächst auf den Notierungen. Nach dem Zinsschritt zeigten sich die Währungshüter aber überraschend zurückhaltend. Für das restliche Jahr werden jedoch nur noch maximal zwei weitere Zinsschritte erwartet. Ab der Monatsmitte entspannte sich somit die Lage am US-Rentenmarkt zusehends und die Verluste konnten weitgehend wieder aufgeholt werden. Hierfür war auch die gescheiterte Abstimmung über Änderungen an der von Barack Obama verabschiedeten Gesundheitsreform verantwortlich. In diesem Zusammenhang kamen Zweifel bezüglich der weiteren Vorhaben Trumps auf. Kommt das angekündigte Konjunkturpaket? Gelingt es ihm, eine Steuerreform auf den Weg zu bringen? Die Anleger zeigten sich skeptisch. Auf Indexebene (JP Morgan Global Bond US) gingen US-Schatzanweisungen letztlich unverändert aus dem Handel.

Renten <sup>1</sup>	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz <sup>2</sup>
Staatsanleihen Kerneuropa	-0,8%	-1,5%	↓
Covered Bonds	-0,3%	0,1%	↓
Staatsanleihen Euro-Peripherie	-0,1%	-1,4%	↓
Unternehmensanleihen IG	-0,3%	0,3%	→
Unternehmensanleihen HY	-0,2%	1,5%	→
Staatsanleihen USA <sup>2</sup>	0,0%	0,7%	↓
Staatsanleihen Schwellenländer <sup>3</sup>	0,4%	3,9%	↑

<sup>1</sup> Rentenindizes in absteigender Reihenfolge: Bank of America Merrill Lynch (BoA ML) Euro Gov. ex. PIIGS, BoA ML Euro Covered Bond, BoA ML Greece Ireland Italy Portugal & Spain Gov., BoA ML Euro Corporate, BoA ML BB-B Euro HY Non-Financial Fixed & Floating Notes, J.P. Morgan Global Bond Index USA All Maturities, J.P. Morgan EM Bond Index Global Diversified.

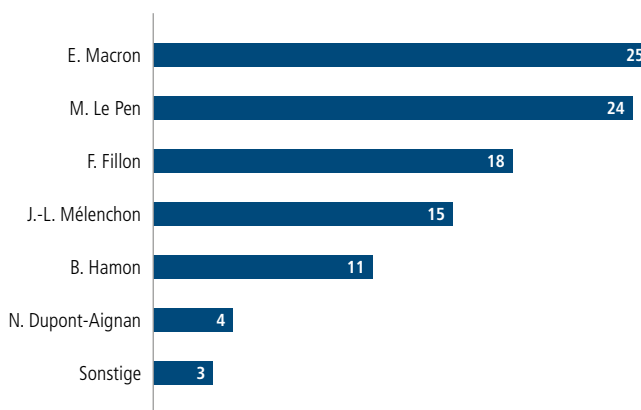
<sup>2</sup> Wertentwicklung in US-Dollar.

<sup>3</sup> Wertentwicklung in lokaler Währung.

Quelle: Datastream. Stand: 31. März 2017.

## Stichwahl zwischen Le Pen und Macron wahrscheinlich

Wahlen in Frankreich, Prognose 1. Wahlgang in Prozent



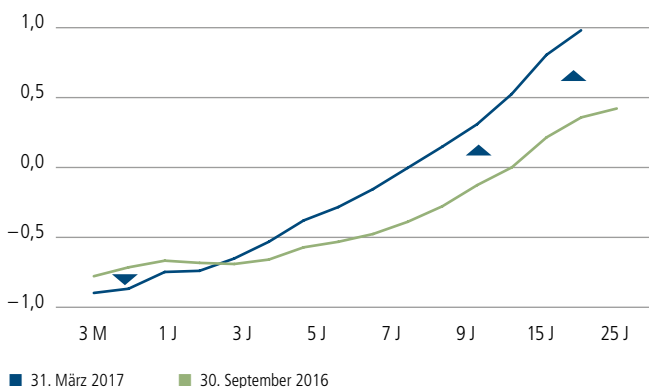
Quelle: bundestagswahl-2017.com. Stand: 3. April 2017.

**Euroraum:** Euro-Staatsanleihen gingen zunächst mit Verlusten in den März. Gute Konjunkturdaten stellten dabei ebenso eine Belastung dar wie negative Vorgaben aus den USA. Darüber hinaus sorgten vor allem politische Risiken für Zurückhaltung unter den Anlegern. Mitte März standen Wahlen in den Niederlanden an, die aufgrund des Rechtspopulisten Geert Wilders große Beachtung fanden. Letztlich ging jedoch der amtierende Ministerpräsident Rutte als Sieger hervor, was die Lage wieder entspannte. Auch für die im April anstehende Wahl in Frankreich deuteten die jüngsten Umfrageergebnisse darauf hin, dass ein befürchteter „Wahlunfall“ wohl ausbleiben dürfte. Ein Großteil der Verluste konnte daher in der zweiten Monatshälfte wieder aufgeholt werden. Peripherieanleihen entwickelten sich im März besser als Papiere aus den Kernländern. Gemessen am Index iBoxx Euro Sovereign verloren europäische Staatsanleihen im März 0,6 Prozent an Wert.

# Renten

## Zinsstrukturkurve ist in den letzten Monaten stärker gestiegen

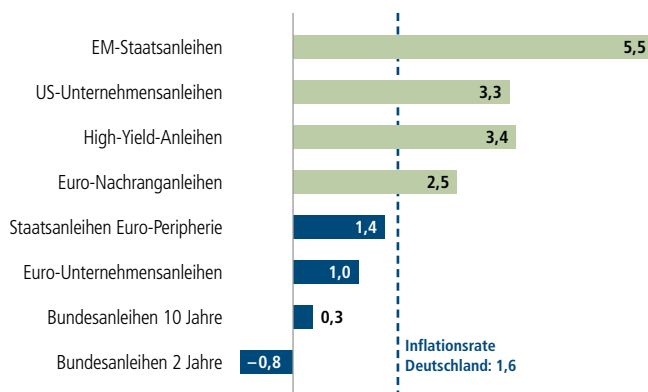
Deutsche Zinsstrukturkurve im Vergleich in Prozent



Quelle: Bloomberg. Stand: 3. April 2017.

## Positive Realrenditen verlangen Risikobereitschaft

Vergleich der aktuellen Renditen verschiedener Anlageklassen mit der Inflationsrate, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters. Stand: 3. April 2017.

**Unternehmensanleihen:** Im März gaben die europäischen Rentenmärkte etwas nach, dieser Entwicklung konnten sich auch Unternehmenspapiere nicht entziehen. Auf Gesamtmarktebene (BoA Merrill Lynch Euro Corporate Index) verloren Corporate Bonds 0,3 Prozent. Das Ankaufprogramm der EZB prägte wieder die Entwicklung und bildete ein gutes Gegengewicht zu den zwischenzeitlichen Unsicherheitsphasen, die sich von politischer Seite aus den Wahlen in den Niederlanden und dem noch laufenden Präsidentschaftswahlkampf in Frankreich ergaben. Französische Unternehmenspapiere gerieten dabei zeitweise unter Druck. Gegen den Trend freundlich tendierten hingegen die Untersektoren für industrielle Hybridpapiere und für nachrangige Finanzpapiere. Diese verbuchten Zugewinne in Höhe von 0,3 beziehungsweise 0,8 Prozent.

**Emerging Markets (EM):** Im Zuge einer wachsenden Risikobereitschaft der Investoren rückten Schwellenländer-Anlagen wieder in den Fokus: In Schwellenländer investierende Fonds flossen im März rund 11 Milliarden US-Dollar zu. Der für den Moment ausbleibende US-Protektionismus, abnehmende politische Unsicherheiten in Europa und eine weniger offensive US-Notenbank sorgten zusätzlich für einen weiteren freundlichen Monat an den Schwellenländer-Börsen. Da gleichzeitig auch der US-Dollar zur Schwäche neigte, wurden Schwellenländer-Anleihen weiter gestützt. Zahlreiche Neuemissionen sowie ein schwächerer Ölpreis lasteten hingegen auf den Notierungen. So gewannen Renten-Investments auf Indexebene (J.P. Morgan EMBI Global Div.) moderate 0,4 Prozent hinzu.

### Ausblick

Gute Konjunkturdaten und eine unverändert restriktive Geldpolitik der US-Notenbank sprechen in Kombination mit einem möglichen

Fiskalimpuls für weiter steigende Renditen in den USA. Auf Sicht von zwölf Monaten gehen wir von einer Rendite von 3,0 Prozent aus. Verschiedene Ereignisrisiken werden aber immer wieder dazu führen, dass US-Schatzanweisungen vorübergehend gefragt sein werden. Nach der Niedrigzinsphase erscheinen die jetzigen Niveaus einigen Investoren zudem wieder attraktiv, sodass wir keinen geradlinigen Renditeanstieg erwarten.

Die Märkte in Europa werden sich diesem Trend nicht entziehen können. Für Europa als Ganzes hat sich das konjunkturelle Umfeld zudem erheblich verbessert. Nicht nur in Deutschland, auch in anderen Ländern fielen wichtige Frühindikatoren besser als prognostiziert aus. Inzwischen ist die Erholung auch an den „harten“ Industriedaten abzulesen. Es ist deshalb nicht auszuschließen, dass die Tapering-Debatte schneller als zuletzt angenommen fortgeführt wird. Darüber hinaus existiert hier eine Reihe von politischen Risiken. Nach dem Scheitern der Senatsreform in Italien stehen Neuwahlen zum Jahreswechsel im Raum, bei der antieuropäische Kräfte Stimmen gewinnen könnten. Die Perspektiven für italienische Staatsanleihen haben sich dadurch eingetrübt. Zudem stehen auch in anderen europäischen Staaten wichtige Wahlen an, allen voran in Frankreich. Jüngste Umfragen sprechen jedoch für den marktfreundlichen Macron. Das vergangene Jahr hat uns aber gelehrt, dass sich Demoskopen auch irren können.

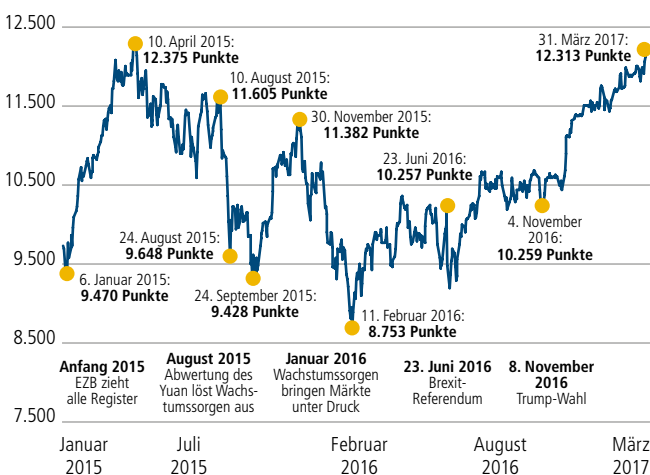
Die Rentenmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften waren in den vergangenen Wochen stark gefragt und verzeichneten umfangreiche Mittelzuflüsse. Seit Jahresbeginn beläuft sich der Betrag inzwischen auf mehr als 20 Milliarden US-Dollar. Als stützend erweisen sich die besseren Fundamentaldaten und die Umsetzung von Reformen. Wir gehen von weiter fest notierenden Rohstoffpreisen aus, die ebenfalls für Unterstützung sorgen dürften.

# Aktien

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Die US-Börsen eilen weiterhin von einem Rekord zum nächsten
- Bislang wurden die hohen Gewinnerwartungen der Analysten noch nicht nach unten korrigiert
- Die Zahlen von Unternehmen mit gebrochenem Quartal stimmen uns positiv für die kommende Berichtssaison
- Bei Industrieländern favorisieren wir die Aktienmärkte im Euro-Raum aufgrund der positiven Wachstumsprognosen des Bruttoinlandsprodukts
- Mit Blick auf die einzelnen Sektoren meiden wir Telekommunikationswerte und beobachten höhere Notierungen im Energie-sektor und bei Finanztiteln

## Deutsche Aktien nehmen historische Höchststände ins Visier



Quelle: Thomson Reuters, Union Investment. Stand: 3. April 2017.

## Aktuelle Entwicklung

**Euro-Raum:** Die europäischen Aktienmärkte haben den Börsenmonat März mit Kurszuwächsen beendet. Der EURO STOXX 50, der große Unternehmen der Eurozone umfasst, gewann mit 5,5 Prozent deutlich an Wert. Der politische Gegenwind im Euro-Raum hat zuletzt nachgelassen. Bei den Parlamentswahlen in den Niederlanden gewann Amtsinhaber Mark Rutte die Gunst der Wähler für sich. Das von vielen Investoren befürchtete Auftrumpfen der Rechtspopulisten blieb aus. Die Märkte reagierten erleichtert auf den Wahlausgang. In Frankreich gewann der CAC-40-Index 5,4 Prozent, da Anleger mit Blick auf die anstehende Präsidentschaftswahl auf einen ähnlichen Ausgang hoffen. Für Unterstützung sorgte auch die EZB. Zwischenzeitlich am Markt aufgekommenen Gerüchten, wonach die Währungshüter ihre Geldpolitik früher als erwartet straffen könnten, erteilte die Notenbank eine

Aktien	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz*
MSCI AC World	1,0%	6,4%	↑
MSCI World	0,8%	5,9%	↑
MSCI Emerging Markets	2,3%	11,1%	↑
DAX 30	4,0%	7,2%	↑
EURO STOXX 50	5,5%	6,4%	↑
S&P 500	0,0%	5,5%	↑
Nikkei 225	-1,1%	-1,1%	↑

Wertentwicklung der MSCI-Indizes wird in US-Dollar dargestellt. Alle anderen Indizes werden in lokaler Währung ausgewiesen. Quelle: Datastream. Stand: 31. März 2017.

## US-Wahl belastete die Schwellenländer nur kurzzeitig



Quelle: Thomson Reuters. Stand: 3. April 2017.

Absage. Vielmehr erachtet die EZB eine weiter expansive Geldpolitik für notwendig, solange Wachstums- und Inflationsentwicklung nicht nachhaltig an Dynamik gewinnen.

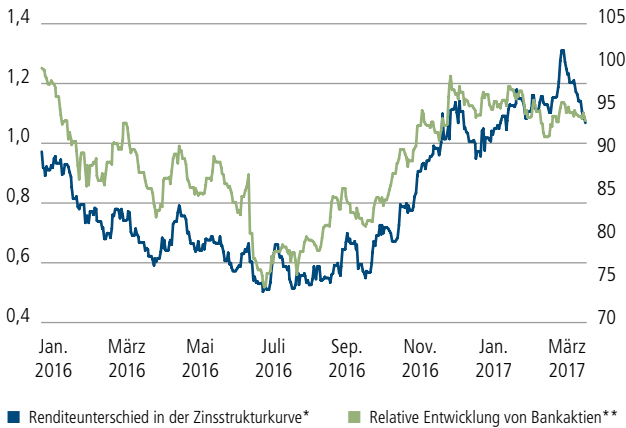
**USA:** Die US-Aktienmärkte haben im März überwiegend seitwärts tendiert. Der Leitindex Dow Jones Industrial Average verlor mit 0,7 Prozent etwas an Wert, der marktweite S&P 500 schloss nahezu unverändert. An der Technologiebörse Nasdaq lief ein Plus von 1,5 Prozent auf. Für etwas Ernüchterung sorgte die gescheiterte Gesundheitsreform in den USA. Präsident Donald Trump war mit seinem Vorhaben, das von seinem Vorgänger geschaffene System Obamacare zu ersetzen, im Kongress gescheitert. Investoren fürchteten daraufhin, dass auch andere Wahlversprechen wie Trumps Steuerpläne zu einer ähnlichen Hängepartie werden könnten. In der Folge verloren die US-Börsen binnen weniger Tage deutlich an Wert, konnten sich aber im Monatsverlauf stabilisieren.

\*Mit den Pfeilen wird ein positiver ↑, neutraler → oder negativer ↓ Ausblick für die kommenden Wochen des jeweiligen Indikators oder Index angezeigt.

# Aktien

## Steigende Zinskurve half lange Zeit vor allem Bankaktien

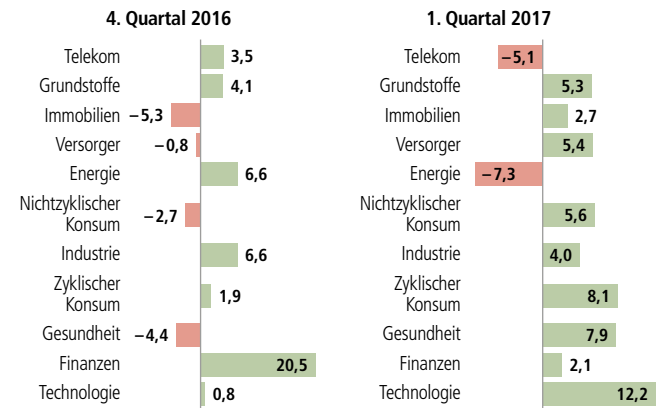
Historische Entwicklung seit Anfang 2016



\* Renditeunterschied 10 Jahre – 2 Jahre.  
 \*\* STOXX 600 Banken versus STOXX 600, indiziert, rechte Achse.  
 Quelle: Bloomberg. Stand: 30. März 2017.

## Breit angelegter Aufschwung auf Sektorebene – lediglich Energie und Telekom mit kräftigen Abschlüssen

Sektorentwicklung im Quartalsvergleich anhand des S&P 500, in Prozent



Quelle: Bloomberg. Stand: 31. März 2017.

**Japan:** Im abgelaufenen Monat verlor der japanische Aktienmarkt (Nikkei 225) 1,1 Prozent an Wert. Die für den japanischen Aktienmarkt wichtige Währungsentwicklung erwies sich im März als weitgehend neutraler Faktor. Der Japanische Yen wertete im Berichtszeitraum lediglich leicht um 0,4 Prozent gegenüber dem US-Dollar auf. Zudem erwiesen sich die makroökonomischen Indikatoren in Japan zuletzt als uneinheitlich. Positiv entwickelte sich die Industrieproduktion, hingegen sank der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe und die Einzelhandelsumsätze warteten mit einer enttäuschenden Stagnation auf. In diesem uneinheitlichen fundamentalen Umfeld wiesen insbesondere die Werte der beiden Elektronikkonzerne Sony (+ 8,3 Prozent) und Canon (+ 5,8 Prozent) spürbare Kurssteigerungen auf. Im Gegenzug zählten unter den Börsenschwergewichten Automobil- und Finanzwerte zu den Verlierern.

**Emerging Markets:** Die Kursentwicklung an den Börsen der aufstrebenden Volkswirtschaften war von einem mehrheitlich freundlichen Unterton geprägt. Als stützend erwiesen sich die fortschreitende Belebung des Welthandels, stabile Rohstoffpreise und die Politik Donald Trumps. Entgegen seiner Ankündigung wurden bislang keine protektionistischen Maßnahmen verabschiedet, die schädlich für diese Region sein könnten. Zu den großen Gewinnern zählten vor allem die asiatischen Börsen. In Lateinamerika ging es in Argentinien deutlich aufwärts. Brasilien und die Märkte in Osteuropa verloren hingegen leicht an Wert.

### Ausblick

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld und die damit verbundene Suche nach Rendite beflügeln weiterhin die Aktienmärkte. Der positivere globale Konjunkturausblick und die Aussicht auf geringere

Unternehmenssteuern in den USA hellen das Gewinnbild deutlich auf. Nach Jahren mit einem niedrigen Gewinnwachstum erwarten wir für 2017 in den USA und im Euroraum eine Steigerung im hohen einstelligen oder niedrigen zweistelligen Bereich. Erste Zahlen von Unternehmen mit einem gebrochenen Quartal deuten auf eine solide Quartalsberichtssaison hin.

Unter regionalen Gesichtspunkten favorisieren wir derzeit Titel aus Europa. Der schwache Euro der vergangenen Monate wirkt stützend. Darüber hinaus hat die Konsumfreude der Verbraucher die Wirtschaft merklich belebt. Im Sog des freundlichen makroökonomischen Umfelds und des abnehmenden politischen Gegenwinds haben auch die Gewinnrevisionen von Unternehmen aus dem Euroraum eine Trendwende vollzogen. In der Eurozone hat sich das Verhältnis von positiven zu negativen Gewinnrevisionen in den vergangenen Monaten spürbar verbessert, die sogenannte Revision-Ratio ist zuletzt auf ein Fünfjahreshoch gestiegen. Vor allem im Vergleich zu den USA liegt das Verhältnis nun in deutlich positivem Terrain, was in den vergangenen fünf Jahren selten der Fall war. In unseren Augen weiter steigende Rohstoffpreise, die Belebung des Welthandels und bislang ausbleibende protektionistische Maßnahmen sprechen zudem für die Aktienmärkte in den Schwellenländern. Zudem ist die Parität des US-Dollars zum Euro unwahrscheinlicher geworden, was ebenfalls für die Region spricht.

Die lange Zeit zu beobachtende Sektorrotation pausierte zuletzt und setzte sich nur noch selektiv fort. Rückläufige Renditen belasteten zyklische Branchen und insbesondere Finanzwerte. Perspektivisch sehen wir jedoch wieder höhere Renditen. Unsere positive Meinung zum Rohstoffsektor dürfte sich auch kurssteigernd auf Aktien aus der Energiebranche auswirken.

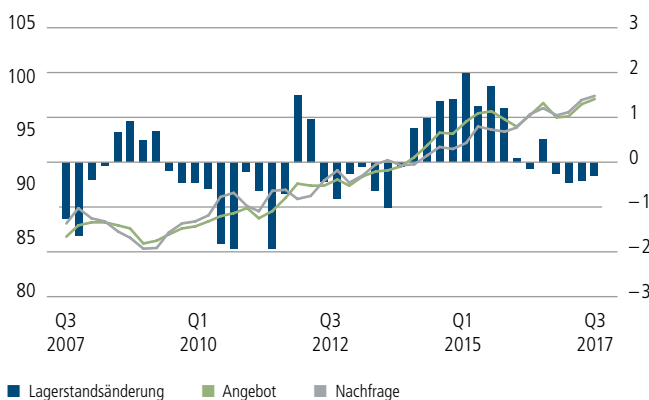
# Rohstoffe

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Auf Energierohstoffen lasteten Befürchtungen bezüglich einer zu hohen US-Produktion, die zu einer unerwarteten Korrektur führte
- Perspektivisch sind wir jedoch weiter zuversichtlich, da die Kürzungen der OPEC-Staaten und ein prognostiziertes Nachfragewachstum die US-Förderung überkompensieren dürften
- Gemessen am Index MS RADAR ex. Agrar verloren Rohstoffe im März 2,4 Prozent an Wert
- Edelmetalle schätzen wir ebenfalls als attraktiv ein. Dies gilt vor allem für die industrienahen Metalle Silber, Platin und Palladium, die vom guten Konjunkturmilieu profitieren dürften

## Ölmarkt im gesamten Jahr 2017 im Defizit; Lagerbestände werden deutlich sinken

Angebot versus Nachfrage, in Millionen Barrel/Tag



Quelle: IEA, Bloomberg, Union Investment. Stand: 4. April 2017.

## Aktuelle Entwicklung

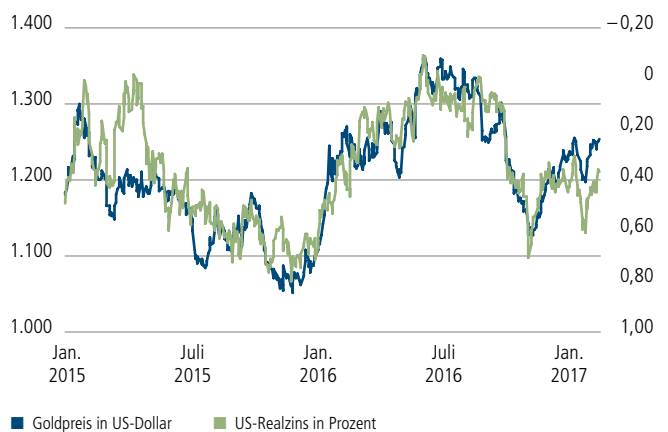
Nachdem die Ölpreise zwei Monate seitwärts tendierten, kam nun Bewegung in die Notierungen. Eine höhere Bohraktivität in den USA, verbunden mit wachsenden Lagerbeständen, verunsicherte die Marktteilnehmer und ließ sie an einer möglichen Knappheitsprämie zweifeln. Produktionsausfälle in Libyen und das disziplinierte Einhalten der vereinbarten Fördermengen durch die OPEC-Staaten im März ließen die Notierungen dann zum Monatsende zwar wieder steigen. Öl der Sorte Brent verlor auf Monatsicht dennoch knapp 4 Prozent an Wert. Kommentare der US-Notenbank, die auf eine restriktivere Geldpolitik hindeuteten, schickten Gold zunächst auf Talfahrt. Eine geringe Nachfrage aus China belastete ebenfalls. Als die Euphorie um den US-Präsidenten Trump nachließ, holte das Edelmetall die Verluste ab Monatsmitte jedoch nahezu wieder auf.

Rohstoffe	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz*
MS RADAR ex. Agrar	-2,4%	3,3%	↑
MS RADAR Energie	-4,1%	-8,4%	↑
MS RADAR Edelmetalle	-1,5%	11,0%	↑
MS RADAR Industriemetalle	-1,7%	8,5%	→
Öl (Brent)*	-5,8%	-6,9%	↑
Gold*	0,1%	8,9%	↑

\*Preisentwicklung in US-Dollar.  
Quelle: Datastream, Bloomberg. Stand: 31. März 2017.

## Haupttreiber für den Goldpreis bleiben die US-Realzinsen

Goldpreis versus US-Realzins



Quelle: Datastream; Stand: 4. April 2017

## Ausblick

**Energie:** Aufgrund der positiven Konjunktorentwicklung haben wir unsere Schätzung für das Nachfragewachstum 2017 auf 1,5 Millionen Barrel/Tag erhöht. Damit befindet sich der Ölmarkt in einem Angebotsdefizit, das zu einem Abbau der Lagerbestände führen dürfte. Wir gehen von weiter steigenden Preisen aus und sehen den Preis für das Barrel Brent-Rohöl auf Sicht der kommenden zwölf Monate bei 60,- US-Dollar.

**Industriemetalle:** In China wurde jüngst die Geldpolitik gestrafft, um den boomenden Häusermarkt abzukühlen. Dies impliziert eine geringere Nachfrage nach Industriemetallen, die einer möglicherweise aufkommenden Nachfragedynamik aufgrund der allgemein guten Konjunkturdaten entgegenstehen. Wir stufen die kurzfristigen Aussichten des Sektors daher in Summe als leicht negativ ein.

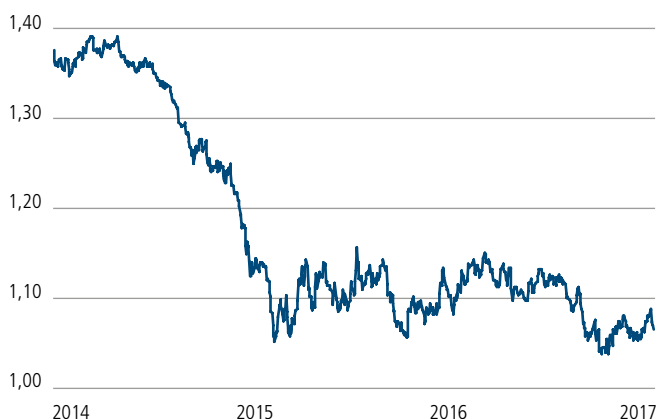
**Edelmetalle:** Die größten Zuwächse erwarten wir bei den industrienahen Edelmetallen Platin, Silber und Palladium.

# Währungen

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Der Aufwertungsdruck auf den US-Dollar hat zuletzt spürbar nachgelassen
- Hierfür ist auch eine Euro-Stärke aufgrund guter Konjunkturdaten verantwortlich. Gleichzeitig dürfte spätestens zum Jahresende auch die EZB von ihrer expansiven Geldpolitik Abstand nehmen
- Wir erwarten daher für das Währungspaar Euro/US-Dollar keine Parität mehr
- Derzeit sind die Rahmenbedingungen für viele Schwellenländer günstig, was auch ihre Währungen aufwerten lässt
- Größter Gewinner war erneut der Mexikanische Peso

## Aufwertungsdruck auf den US-Dollar lässt nach Euro in US-Dollar, Entwicklung seit 1. Januar 2014



Quelle: Thomson Reuters. Stand: 3. April 2017.

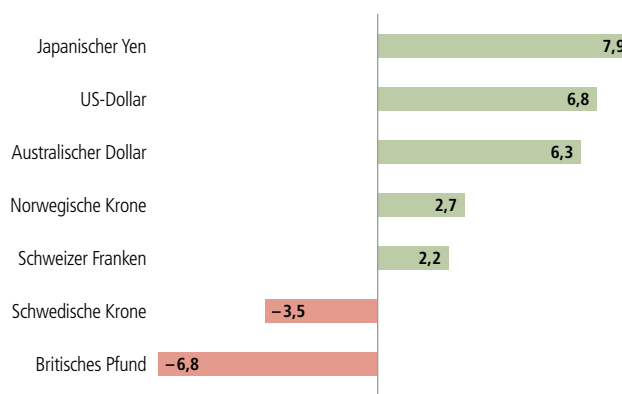
## Aktuelle Entwicklung

Nach zwischenzeitlichen Kursgewinnen ging der Handel im Euro/US-Dollar fast unverändert aus dem Handelsmonat März. Das Britische Pfund, das aufgrund der Ende März erfolgten offiziellen Austrittserklärung der Briten im Blickpunkt stand, konnte im März sogar leicht aufwerten. Diese Entwicklung war in erster Linie auf die dortige Inflationsentwicklung zurückzuführen, die über dem Inflationsziel der Bank of England lag. Am Markt kamen Diskussionen hinsichtlich einer – als Gegenmaßnahme zur Vermeidung weiterer Aufwertungs Tendenzen – Zinserhöhung durch die Bank of England (BoE) auf. Größere Veränderungen gab es an den Devisenmärkten der Schwellenländer. Aufwertungsgewinner war der Mexikanische Peso, der 6,6 Prozent gegenüber dem Euro zulegte, da der Bau einer Mauer zu den USA zuletzt nicht mehr thematisiert wurde. Die höchste Abwertung musste der Südafrikanische Rand nach innenpolitischen Unruhen hinnehmen.

Währungen gegenüber Euro	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz*
US-Dollar	-0,7 %	-1,3 %	➔
Britisches Pfund	0,7 %	0,6 %	➔
Japanischer Yen	0,5 %	3,6 %	➔
Schweizer Franken	-0,5 %	0,3 %	➔

Quelle: Datastream. Stand: 31. März 2017.

## Brexit-Abstimmung lastet auf dem Britischen Pfund Veränderung Wechselkurs zum Euro\*, in Prozent



\*Zeitraum: 31. März 2016 bis 31. März 2017.

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg. Stand: 3. April 2017.

## Ausblick

Spätestens seit der gescheiterten Abstimmung über die Gesundheitsreform ist Donald Trump im politischen Tagesgeschäft angekommen. Damit einher gehen Zweifel, ob er in der Lage sein wird, ein erhofftes Fiskalpaket auf den Weg zu bringen. Gleichzeitig fallen die Konjunkturdaten im Euroraum derzeit besser als in den USA aus. Darüber hinaus dürfte die EZB spätestens zum Jahreswechsel von ihrer expansiven Geldpolitik abrücken. In Summe lässt uns das zu dem Schluss kommen, dass die noch kürzlich erwartete Parität für das Währungspaar Euro/US-Dollar nicht mehr erreicht wird.

Das **Britische Pfund** tendierte zuletzt seitwärts. Mit Blick auf die nun beginnenden Austrittsverhandlungen mit der Europäischen Union dürften immer wieder Gründe für eine erneute Schwächephase gegeben sein. Eine mögliche Zinserhöhung könnte dem entgegenwirken.



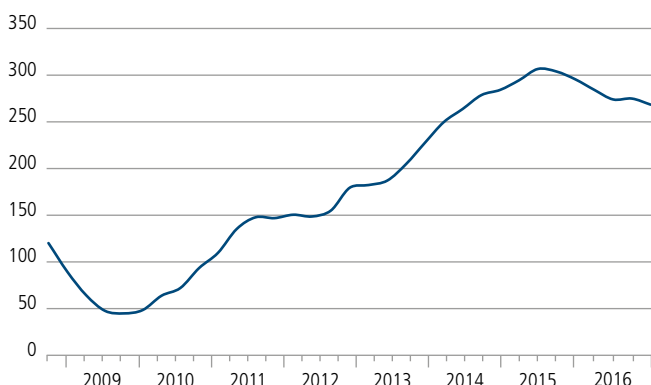
# Immobilien

## Unsere Einschätzung in Kürze

- In Deutschland wird sich das Mietpreiswachstum der letzten Quartale vor dem Hintergrund einer starken Büroflächennachfrage voraussichtlich fortsetzen
- Die Mehrzahl der europäischen Büromärkte zeigt Mietpreiswachstum, das sich in den kommenden Quartalen fortsetzt. In London sinken die Spitzenmieten im West End brexitbedingt
- Die Mietpreise der US-amerikanischen Büromärkte stiegen, ein Trend, der sich perspektivisch etwas abschwächen wird
- Aufgrund der Mietpreisrückgänge in Singapur und Kuala Lumpur sind die Durchschnittswerte in Asien-Pazifik weiterhin belastet. Der Ausblick für Sydney ist aber positiv

## Entwicklung des Transaktionsvolumens in den USA

Rollierender 12-Monats-Durchschnitt, in Milliarden Euro



Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 31. Dezember 2016.

## Aktuelle Entwicklung

Der US-Investmentmarkt konnte im Jahr 2016 nicht mehr das sehr hohe Volumen der beiden Vorjahre erreichen. Insgesamt wurden etwa 270 Milliarden Euro in Gewerbeimmobilien investiert, etwa 9 Prozent weniger als 2015. Das liegt zum einen an der Verunsicherung, die gerade im Vorfeld der US-Wahlen im November letzten Jahres zu beobachten war. Neben dem gestiegenen Dollarkurs sorgte diese Unklarheit über die weitere (wirtschafts-)politische Entwicklung in den USA insbesondere bei ausländischen Investoren für eine gewisse Zurückhaltung. Hinzu kommt, dass der Anstieg der US-Staatsanleihen in den letzten Wochen des Jahres ebenfalls einen dämpfenden Einfluss auf das Investitionsverhalten ausgeübt hat. Zum anderen war aber 2015 auch ein Rekordjahr für den US-Immobilienmarkt, das nur schwer zu überbieten ist. So lag das Transaktionsvolumen 2016 noch immer deutlich über dem langjährigen Durchschnitt. Nach wie vor profitiert der US-Markt von der sehr guten Produktverfügbarkeit, der großen Produktvielfalt und seiner Stabilität. Die weiterhin bestehende Attraktivität der einzelnen Standorte zeigt sich auch daran, dass im Jahr

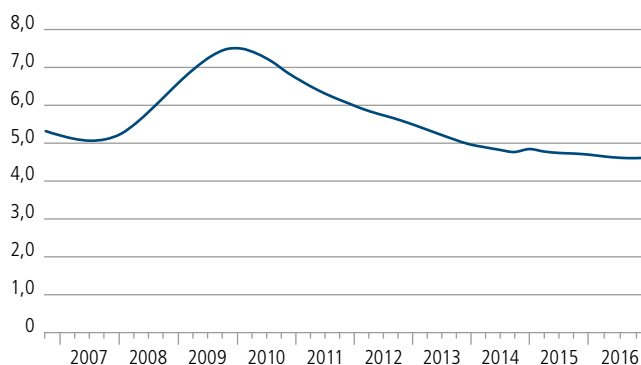
Büromieten*	Veränderung zum Vorquartal		Veränderung zum Vorjahr		Tendenz*
	Q1	Q2	Q1	Q2	
Deutschland	1,3 %	■	5,0 %	■	↑
Europa (ohne Deutschland)	0,7 %	■	3,6 %	■	↑
USA	1,0 %	■	3,3 %	■	↑
Asien/Pazifik	1,3 %	■	2,2 %	■	→

\*Auf Basis regionaler Indizes werden nachfolgende Städte zusammengeführt. **Deutschland:** Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, München. **Europa:** Amsterdam, Brüssel, Helsinki, Lissabon, London, Luxemburg, Madrid, Mailand, Paris, Prag, Stockholm, Warschau. **USA:** Atlanta, Boston, Chicago, Dallas, Houston, Los Angeles, New York, Miami, San Francisco, Seattle, Washington. **Asien/Pazifik:** Tokio, Kuala Lumpur, Singapur, Seoul, Sydney.

Quelle: Jones Lang LaSalle, CoStar, eigene Berechnungen. Stand: 31. Dezember 2016. Daten werden quartalsweise aktualisiert.

## Entwicklung der Büroanfangsrenditen in den USA

Durchschnitt, in Prozent\*



\*Durchschnitt über elf US-amerikanischen Büromärkte.

Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 31. Dezember 2016.

2016 elf US-amerikanische Städte unter den zwanzig Regionen mit dem weltweit höchsten Transaktionsvolumen zu finden waren. Der mit großem Abstand beliebteste Immobilienmarkt weltweit bleibt nach wie vor New York, auf den 2016 allein etwa 14 Prozent des gesamten US-Transaktionsvolumens entfielen. Generell ist aber auffällig, dass sich Investoren verstärkt auch auf Sekundärstandorte fokussiert haben. Dazu zählten im letzten Jahr vor allem Standorte wie beispielsweise Dallas, Atlanta, Phoenix oder auch Denver.

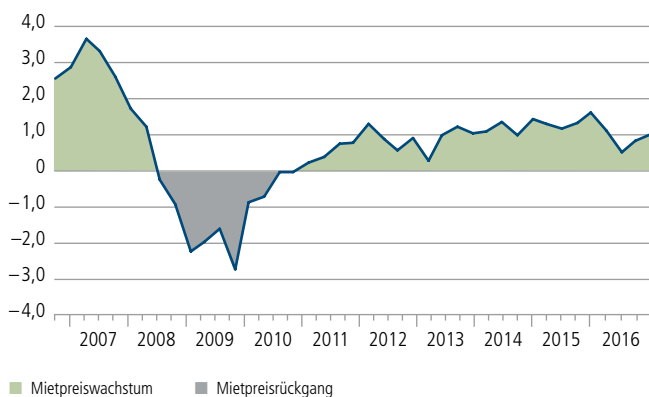
Die insgesamt noch immer positive Marktsituation mit einer weiterhin großen Nachfrage nach qualitativ hochwertigen Büroimmobilien bei gleichzeitig noch relativ attraktiven Finanzierungskosten spiegelte sich auch bei den Büroimmobilienrenditen wider. Im Durchschnitt der elf US-amerikanischen Top-Bürostandorte lag die Spitzenrendite Ende 2016 bei etwa 4,5 Prozent. Damit verharren die Renditen seit Anfang des Jahres in etwa auf diesem „niedrigen“ Rekordniveau – gegenüber dem Jahresende 2009 sind sie um 300 Basispunkte zurückgegangen. Die niedrigste Spitzenrendite wurde mit 3,6 Prozent wieder in New York erreicht.



## Immobilien

### Quartalsweise Veränderung der Bürospitzenmiete in den USA

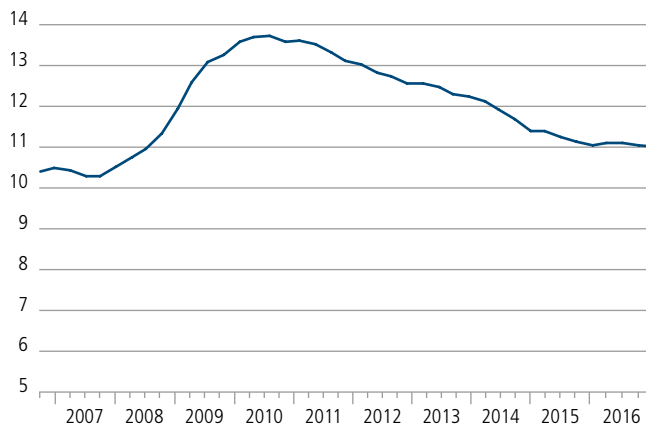
Durchschnitt, in Prozent\*



\*Durchschnitt über elf US-amerikanischen Büromärkte.  
Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 31. Dezember 2016.

### Entwicklung der Leerstandsquote in den USA

Durchschnitt, in Prozent\*



\*Durchschnitt über elf US-amerikanischen Büromärkte.  
Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 31. Dezember 2016.

Die anhaltend gute Stimmung machte sich nicht nur auf den US-amerikanischen Investmentmärkten, sondern auch auf den Bürovermietungsmärkten bemerkbar. So ist die Büroflächennachfrage in den letzten Jahren deutlich gestiegen und befindet sich noch immer auf einem sehr soliden Niveau, obwohl viele Unternehmen dem Trend gefolgt sind, die Bürofläche pro Mitarbeiter zu reduzieren. Die Leerstandsrate ist im Durchschnitt über die elf beobachteten US-amerikanischen Bürometropolen gegenüber dem Vorjahresquartal um 20 Basispunkte auf knapp 11,0 Prozent zurückgegangen, dem niedrigsten Stand seit Mitte 2008.

Gleichzeitig hat die landesweit weiterhin relativ große Nachfrage nach Büroflächen dafür gesorgt, dass die Mieten auch 2016 zum Teil sehr deutlich gestiegen sind. Für entsprechende Objektstandards – also vor allem eine zentrale Lage, gute Infrastruktur und eine hochwertige Innenausstattung – sind Unternehmen auch bereit, den dafür fälligen Aufpreis zu bezahlen. Außerdem zieht es mittlerweile auch die Tech- und Media-Firmen vermehrt aus den früher für sie typischen, etwas außerhalb gelegenen Business-Parks in die Innenstadtlagen. Im Durchschnitt der Standorte erhöhten sich die Mietpreise um 3,3 Prozent gegenüber dem Vorjahr, wobei Miami mit einem Zuwachs in Höhe von 7,1 Prozent vor Atlanta mit einer Wachstumsrate von 5,5 Prozent an der Spitze lag. Während in Atlanta gerade Technologie- und IT-Firmen weiterhin für eine hohe Nachfrage sorgten, waren die Wachstumstreiber in Miami vor allem in den Bereichen Finanz- und Rechtsdienstleistungen und Medien zu finden. So hat beispielsweise nicht nur die Anwaltskanzlei Akerman expandiert, sondern auch das spanische Medienunternehmen Univision hat seine Präsenz in Miami spürbar ausgebaut. Miami stellt eine attraktive Destination für Unternehmen aus Süd- und Lateinamerika dar und auch global agierende Firmen gründen dort zunehmend ein regionales Hauptquartier.

### Ausblick

Die Auswirkungen des Ausgangs der US-Präsidentschaftswahl auf den US-Büroimmobilienmarkt sind noch immer nicht abzuschätzen, da der Kurs der neuen Administration weiterhin nicht eindeutig erkennbar ist. Zwar wurden die Konjunkturprognosen größtenteils angehoben, aber viele (internationale) Investoren sind verunsichert und verhalten sich daher zurzeit abwartend. Außerdem ist der aktuelle Immobilienmarkt-Zyklus in den USA bereits weit fortgeschritten und es wird eine nachlassende Dynamik prognostiziert. Vor dem Hintergrund eines perspektivisch sukzessive ansteigenden Zinsniveaus ist insofern davon auszugehen, dass das Transaktionsvolumen weiter zurückgehen wird. Aufgrund der unklaren Ausgangslage dürften viele Investoren hochwertige, langfristig vermietete Immobilien mit stabilen Mieteinnahmen bevorzugen. Darüber hinaus dürfte das historisch hohe Preisniveau in den Metropolen dafür sorgen, dass Sekundärstandorte verstärkt im Fokus bleiben.

Wir rechnen in den nächsten Quartalen auf den US-Märkten noch mit weiteren Mietpreissteigerungen, aber die Wachstumsraten werden sich verglichen mit den letzten Jahren abschwächen. Zwar ist die Zahl der im Bau befindlichen Büroflächen in den letzten Quartalen spürbar gestiegen, aber es ist davon auszugehen, dass das zusätzliche Angebot in den meisten Städten zunächst noch immer nicht mit der Nachfrage mithalten wird. Die Bürogebäude, die auf den Markt kommen, werden aufgrund der zum Teil hohen Vorvermietungsquoten nicht dazu beitragen, das Neubaufächenangebot spürbar auszuweiten. Folglich werden die Leerstandsquoten auf vielen Büromärkten im laufenden und auch im nächsten Jahr voraussichtlich zunächst noch weiter sinken.

## Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument ist ausschließlich für professionelle Kunden gemäß § 31a Abs. 2 WpHG vorgesehen. Alle Informationen in diesem Dokument stammen aus eigenen oder öffentlich zugänglichen Quellen, die für zuverlässig gehalten werden. Für deren Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit steht der Verfasser nicht ein. Eigene Darstellungen und Erläuterungen beruhen auf der jeweiligen Einschätzung des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung, auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Die Inhalte dieses Dokuments stellen keine Handlungsempfehlung dar, sie ersetzen weder die individuelle Anlageberatung durch die Bank noch die individuelle, qualifizierte Steuerberatung. Dieses Dokument wurde von der Union Investment Institutional GmbH mit Sorgfalt erstellt, dennoch übernimmt Union Investment keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit. Union Investment übernimmt keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder der Verwendung dieses Dokuments oder seiner Inhalte entstehen.

Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen: **7. April 2017**, soweit nicht anders angegeben.

## Ihre Kontaktmöglichkeiten

Union Investment Institutional GmbH  
Weißfrauenstraße 7  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon 069 2567-7652  
[www.institutional.union-investment.de](http://www.institutional.union-investment.de)