



„Die Angst vor einem Handelskrieg hat für Verunsicherung gesorgt und die guten Fundamentaldaten überlagert. Nun gibt es jedoch Hoffnung auf Entspannung, weshalb wir Aktien weiter positiv sehen.“

Dr. Frank Engels, Leiter Portfoliomanagement



## April 2018: 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

Die von den USA ausgehende Gefahr einer globalen Eskalation protektionistischer Maßnahmen hat in den letzten Wochen die Kapitalmärkte in Atem gehalten und zu einer deutlichen Korrektur an den Aktienmärkten beigetragen. Aus unserer Sicht überwiegt für die nächsten Wochen die Wahrscheinlichkeit, dass sich die handelspolitischen Auseinandersetzungen etwas beruhigen. Da gleichzeitig das konjunkturelle Bild und die Erwartungen für die Unternehmensgewinne weitgehend stabil geblieben sind, könnte sich eine moderat offensive Risikoausrichtung auszahlen. Wir haben daher die Stufe 4 im „RoRo“-Meter bestätigt und bleiben bei Aktien positiv gestimmt.

Es ist erst vier Monate her, da hatte US-Präsident Donald Trump eher das Image eines Schattenboxers. Fast all seine politischen Initiativen gingen 2017 letztlich ins Leere, meist weil sie im US-Repräsentantenhaus keine Mehrheit fanden. Viel Bewegung war im Ring, aber es gab kaum Treffer! Den ersten richtigen Schlag setzte er erst mit der Verabschiedung der Steuerreform Ende letzten Jahres. Aktuell macht er nun mit einer Serie handelspolitischer Schläge weiter, die sich unter dem Strich vor allem gegen China richten. Offen ist allerdings die Frage, ob Trump tatsächlich im Sinne seiner „America first“-Agenda eine weltweite Eskalation des Protektionismus in Kauf nimmt und damit den Welthandel „auf die Bretter schickt“. Oder ob es sich eher um einen Schaukampf handelt, mit dem in Hinblick auf die im Herbst in den USA anstehenden Zwischenwahlen (mid-term elections) ein Signal an die Wähler geschickt werden soll, ohne aber wirklich einen Handelskrieg riskieren zu wollen.

Die Chinesen scheinen bis auf Weiteres eher auf Letzteres zu setzen, sie setzten zwar einen Konter, der in der Sache aber eher gesichtswahrenden Charakter hatte und daher einigermaßen moderat ausfiel. Darüber hinaus zeigten sie sich bei bestimmten Themen (Zugang zum chinesischen Markt) gesprächsbereit, sodass es sogar möglich erscheint, dass der Welthandel am Ende profitiert. Dies stützt unsere Hoffnung, dass eine weitere Eskalation in Sachen Protektionismus vorerst ausbleibt. Sollte dem so sein, dann wäre die negative Marktreaktion der letzten Wochen eher etwas zu weit gegangen und eine Gegenbewegung sollte folgen.

### Die wichtigsten weiteren Ergebnisse

**Konjunktur:** Bei einer Reihe von Frühindikatoren insbesondere in Europa haben sich die Werte abgeschwächt, sie „rollen über“. Die Ausgangswerte waren allerdings überwiegend sehr hoch und es war letztlich auch nicht zu erwarten, dass sie es bleiben. Realwirtschaftlich jedenfalls sieht man bislang noch keine Bremsspur, die Wachstumserwartungen für 2018 sind weiter sehr positiv und stützen damit die Kapitalmärkte.

**Renten:** Die negative Korrelation zwischen Aktien und Renten ist für den Moment wiederhergestellt – das Nachgeben der Aktienkurse seit Ende Februar war von sinkenden Renditen begleitet. In der etwas längeren Perspektive handeln Bundesanleihen deutlich

stärker als US-Schatzanweisungen. Wir führen dies auf das Ankaufprogramm der Europäischen Zentralbank (EZB) und die Attraktivität von Bundesanleihen für Investoren aus dem Nicht-Euroraum zurück. Da diese Faktoren vorerst bestehen bleiben, haben wir die Renditeprognose für zehnjährige Bundesanleihen von 1,0 auf 0,8 Prozent zum Jahresende zurückgenommen. Die Prognose für zehnjährige US-Papiere bleibt hingegen unverändert bei 3,2 Prozent.

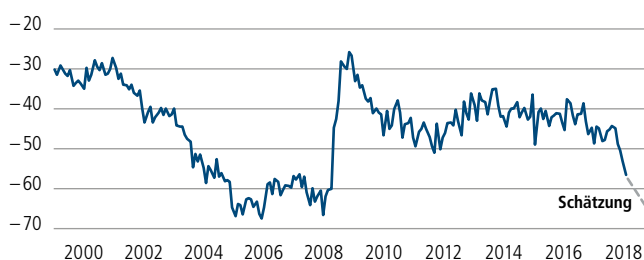
**Aktien:** Die wesentlichen Punkte hierzu wurden schon genannt: Die jüngsten Kursrückgänge vor dem Hintergrund der Diskussion um Protektionismus könnten etwas übertrieben gewesen sein, sodass nunmehr Erholungspotenzial besteht. Die Stimmungsindikatoren sehen in diesem Kontext deutlich besser als noch vor wenigen Wochen aus, als sie überwiegend im deutlich überkauften Bereich standen. Darüber hinaus wird mit einer guten bis sehr guten Berichtssaison gerechnet. Die US-Steuerreform sollte inzwischen komplett in den Kursen eingepreist sein. Insgesamt geben wir Aktien der Schwellenländer leicht den Vorzug vor solchen der entwickelten Märkte. Bei Aktien der Eurozone gilt es für Exporteure, die nachteilige Stärke des Euro im Auge zu behalten.

**Rohstoffe:** Die Ölpreise hatten sich zuletzt schon etwas vom Februartief erholt. Es gibt auch ein paar Argumente, warum sich das fortsetzen könnte, unter anderem die hohe Wahrscheinlichkeit, dass die USA im Mai das Iran-Abkommen aufkündigen werden. Für Investoren ist Öl auch wegen der Situation an den Terminkontrakten attraktiv (Backwardation, das heißt die Möglichkeit von Rollgewinnen). Allerdings sind genau deshalb eben viele auch schon deutlich „long“ positioniert. Wegen einer leichten saisonalen Schwäche ist das Bild dann aber doch nicht so eindeutig – eine wirklich starke Überzeugung für einen höheren Ölpreis haben wir letztlich ebenso wenig wie für Industriemetalle, die zuletzt deutlich nachgegeben hatten.

**Währungen:** Für einen stärkeren US-Dollar spricht derzeit eher wenig, vor allem wegen der absehbaren starken Ausweitung des US-Leistungsbilanzdefizits in Kombination mit der moderaten Zinserhöhungspolitik der US-Notenbank Fed. Unsere Prognose von 1,33 Dollar je Euro per Jahresende spricht hier eine deutliche Sprache.

### Höheres Defizit in der Handelsbilanz deutet auf weitere US-Dollar-Schwäche hin

US-Handelsbilanz in Milliarden US-Dollar



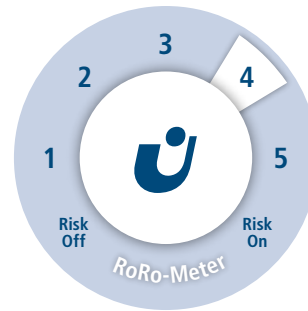
Quelle: Bloomberg. Stand: 27. März 2018.

# Die Märkte im Überblick

## Unsere aktuelle Risikoeinschätzung

- Das Kapitalmarktumfeld bleibt unverändert positiv, wurde zuletzt aber von Handelskonflikten und dem Personalwechsel in der US-Regierung überlagert
- Die US-Notenbank bleibt auf Kurs und wird nach dem Zinsschritt im März zwei weitere Erhöhungen folgen lassen. In Europa dürfte die EZB im Frühsommer das Ende der Anleihekäufe ankündigen
- Wir erwarten eine sehr gute Berichtssaison für das erste Quartal 2018, möglicherweise aber mit etwas gedämpftem Ausblick
- Unsere allgemeine Risikoeinschätzung („RoRo“-Meter) behalten wir bei Stufe 4 bei (leicht offensiv)

## „RoRo“-Meter



Quelle: Union Investment. Stand: 27. März 2018. Letzte Änderung von 3 auf 4 am 27. Februar 2018.

**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 (UIC) 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.

## Unsere Sicht auf die Anlageklassen

- **Renten:** Auf Rentenseite favorisieren wir neben Rentenpapieren der Schwellenländer nun auch Peripherieanleihen. Die Wahl in Italien hat das Segment nicht belastet. Aufgrund der schwierigen Regierungsbildung lassen wir italienische Staatsanleihen dabei jedoch außen vor
- **Aktien:** Das konjunkturelle Umfeld spricht unverändert für Aktien. Durch die Korrektur haben sich die Bewertungen verbessert. Titel aus den Schwellenländern weisen, verglichen mit ihren Pendanten aus den Industrieländern, ein noch höheres Gewinnwachstum aus
- **Währungen:** Die Verschuldung in den USA nimmt zu. Das steigende Zwillingdefizit spricht für eine anhaltende Schwäche des US-Dollar
- **Rohstoffe:** Ein schwacher US-Dollar und das spätzyklische Umfeld stützen zwar, die Positionierung der Marktteilnehmer ist jedoch sehr einseitig. Hinzu kommt die Gefahr einer weiter steigenden US-Ölproduktion durch die Schieferölproduzenten. Kurzfristig nehmen wir eine abwartende Haltung ein
- Am Geldmarkt bleibt das Bild unverändert. Die Zinssätze liegen weiterhin nahe null und machen die Haltung von **Kasse** aus Renditesicht unattraktiv
- **Absolute-Return-Strategien** bewerten wir neutral
- Für **Immobilien** ist der Ausblick nach wie vor attraktiv. Deutschland wird weiterhin favorisiert

## 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: 27. März 2018.

**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.

Die Zeichen → = ← zeigen die Veränderung zur vorherigen UIC-Entscheidung an.



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

Quelle: Union Investment. Stand: 31. Dezember 2017. 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 |
|------|-------------|----------|-------|-------|-------|
| 2017 | 2,5 %       | 2,4 %    | 2,3 % | 1,8 % | 6,9 % |
| 2018 | 2,4 %       | 2,4 %    | 2,5 % | 1,6 % | 6,4 % |
| 2019 | 1,9 %       | 2,0 %    | 2,4 % | 1,7 % | 6,3 % |

| Inflation | Deutschland | Euroraum | USA   | Japan | China |
|-----------|-------------|----------|-------|-------|-------|
| 2017      | 1,6 %       | 1,5 %    | 2,1 % | 0,5 % | 1,6 % |
| 2018      | 1,6 %       | 1,5 %    | 2,4 % | 0,9 % | 1,9 % |
| 2019      | 2,1 %       | 1,8 %    | 2,3 % | 1,2 % | 2,1 % |

| 10-Jahres-Renditen | Deutschland | USA   | Leitzinsen       | Euroraum | USA           |
|--------------------|-------------|-------|------------------|----------|---------------|
| Aktueller Stand*   | 0,5 %       | 2,8 % | Aktueller Stand* | 0,00 %   | 1,50 – 1,75 % |
| In 3 Monaten       | 0,6 %       | 3,0 % | In 3 Monaten     | 0,00 %   | 1,75 – 2,00 % |
| In 12 Monaten      | 1,0 %       | 3,2 % | In 12 Monaten    | 0,00 %   | 2,00 – 2,25 % |

| Aktien           | DAX 30 | EURO STOXX 50 | S&P 500 | Nikkei 225 |
|------------------|--------|---------------|---------|------------|
| Aktueller Stand* | 12.200 | 3.400         | 2.650   | 21.600     |
| In 3 Monaten     | 12.800 | 3.550         | 2.800   | 22.500     |
| In 12 Monaten    | 13.200 | 3.700         | 2.900   | 23.500     |

| Rohstoffe        | Gold  | Öl (Brent) | MS RADAR ex. Ag. |
|------------------|-------|------------|------------------|
| Aktueller Stand* | 1.330 | 68         | 155              |
| In 3 Monaten     | 1.325 | 63         | 154              |
| In 12 Monaten    | 1.350 | 68         | 166              |

| Währungen        | Euro/US-Dollar | Euro/<br>Britisches Pfund | Euro/<br>Japanischer Yen | Euro/Schweizer<br>Franken |
|------------------|----------------|---------------------------|--------------------------|---------------------------|
| Aktueller Stand* | 1,23           | 0,87                      | 131                      | 1,18                      |
| In 3 Monaten     | 1,26           | 0,88                      | 130                      | 1,16                      |
| In 12 Monaten    | 1,33           | 0,92                      | 130                      | 1,18                      |

| Immobilienrenditen** | Deutschland | Europa<br>(ex. Deutschland) | USA   | Asien/Pazifik |
|----------------------|-------------|-----------------------------|-------|---------------|
| 31. Dezember 2017    | 3,2 %       | 4,0 %                       | 4,7 % | 4,3 %         |
| 31. Dezember 2018    | 3,1 %       | 3,9 %                       | 4,7 % | 4,4 %         |

\* Stand: 31. März 2018.

\*\* 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.

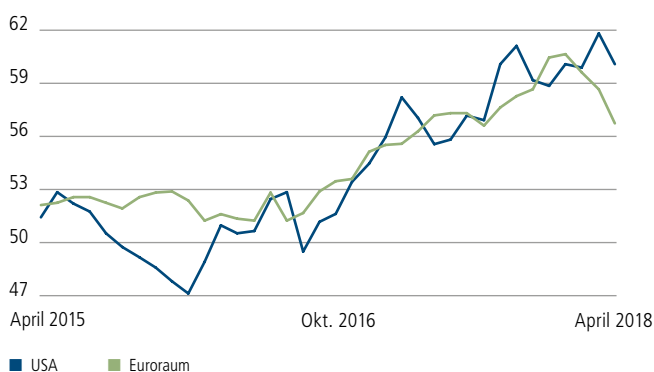
# Konjunktur

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Das Kapitalmarktumfeld bleibt positiv, wurde aber zuletzt von Handelskonflikten, Personalrochaden im US-Kabinett und geopolitischen Ereignissen überlagert
- Die US-Konjunkturdaten sind weiterhin sehr robust. Frühindikatoren zeigen sich vom US-Steuerpaket beflügelt
- In Europa nimmt die Dynamik hingegen weiter ab. Noch ist das nicht besorgniserregend
- In den USA hat die Notenbank Fed erneut den Leitzins angehoben und weitere Zinsschritte in Aussicht gestellt. Die EZB bereitet das Ende des Kaufprogramms vor
- Trotz des zyklischen Drucks bleibt die Inflationsentwicklung moderat

## US-Wirtschaft in Hochstimmung, Momentum im Euroraum lässt etwas nach

Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe, in Punkten



Quelle: Thomson Reuters, Datastream. Stand: 3. April 2018.

## Aktuelle Entwicklung

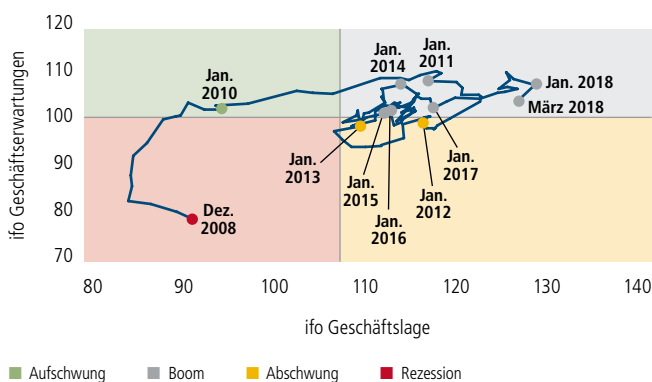
**Euroraum:** In den vergangenen Wochen setzte ein, was schon länger erwartet wurde: Viele Konjunkturdaten fielen schwächer als erwartet aus. Das Niveau ist aber auch nach dem Rückgang noch außerordentlich hoch, sodass kein Anlass zur Sorge bestand, wenngleich das Konjunkturmomentum etwas nachlässt. Der Einkaufsmanagerindex von Markit für die Industrie fiel um 1,1 Punkte, liegt aber immer noch weit über der Wachstumsschwelle. Auch in Deutschland ging der ifo-Index etwas zurück. Darüber hinaus gab es einen Rückgang beim Verbrauchervertrauen. Die Konsumlaune dürfte aber ungeachtet dessen weiter gut bleiben. Aufkommende Sorgen bezüglich einer höheren Inflation scheinen unbegründet zu sein. Zuletzt blieb die Teuerungsrate weitgehend unverändert. Im Januar lag der Wert noch bei 1,3 Prozent.

| Konjunktur                    | Aktuell | Vor 1 Monat | Vor 3 Monaten | Vor 6 Monaten |
|-------------------------------|---------|-------------|---------------|---------------|
| ifo Geschäftsklimaindex       | 114,7   | 115,4       | 117,3         | 115,4         |
| EU-Einkaufsmanagerindex       | 55,2    | 57,1        | 58,1          | 56,7          |
| Inflation Euroraum            | 1,4     | 1,1         | 1,4           | 1,5           |
| ZEW-Erwartungen Euroraum      | 13,4    | 29,3        | 29,0          | 31,7          |
| US-Einkaufsmanagerindex (ISM) | 54,2    | 55,8        | 54,1          | 54,8          |
| US-Einzelhandelsumsätze       | -0,1    | -0,1        | 0,8           | -0,1          |
| US-Arbeitsmarkt (nfp)         | 313,0   | 239,0       | 216,0         | 221,0         |
| Inflation USA                 | 2,2     | 2,1         | 2,2           | 1,9           |

Quelle: Datastream, Bloomberg. Stand: 31. März 2018.

## Globales Makroumfeld – Zeichen stehen weiterhin auf Boom

Entwicklung der Komponenten des ifo-Geschäftsklimaindexes seit Dezember 2008



Indexwerte: 2005 = 100

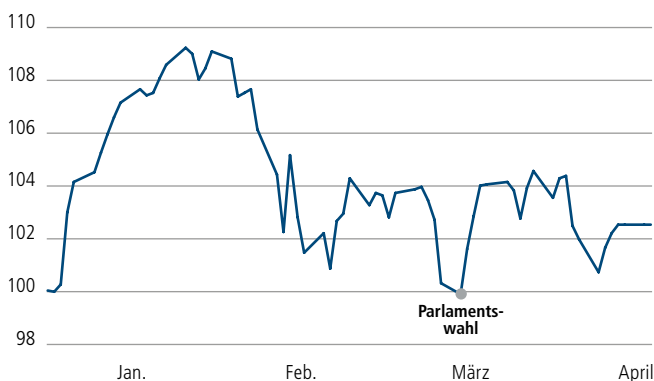
Quelle: Thomson Reuters Datastream, ifo Institut. Stand: 31. März 2018.

**USA:** Anders als in Europa können die US-Konjunkturdaten noch positiv überraschen. Der Großteil der zuletzt veröffentlichten Wirtschaftszahlen lag über den Erwartungen der Analysten. Besonders zu erwähnen ist der solide US-Arbeitsmarktbericht, demzufolge 313.000 neue Stellen geschaffen wurden. Auch aus der Industrie kamen gute Nachrichten. Die Industrieproduktion legte ebenso zu wie die Auftragseingänge für langlebige Wirtschaftsgüter. Der US-Verbraucher ist auch weiterhin ausgabebereit, die Einzelhandelsumsätze konnten im Vergleich zum Vormonat zulegen. Parallel dazu verbesserte sich der Index zum Konsumentenvertrauen der Universität Michigan. Wichtige Frühindikatoren tendierten eher seitwärts und deuten für die Zukunft, wie in Europa auf eine kleine Verschaufpause hin. Die Inflationsrate lag zuletzt bei 2,2 Prozent.

# Konjunktur

## Italien: Wahlausgang belastet nur kurzfristig – Aktien erholen sich schnell

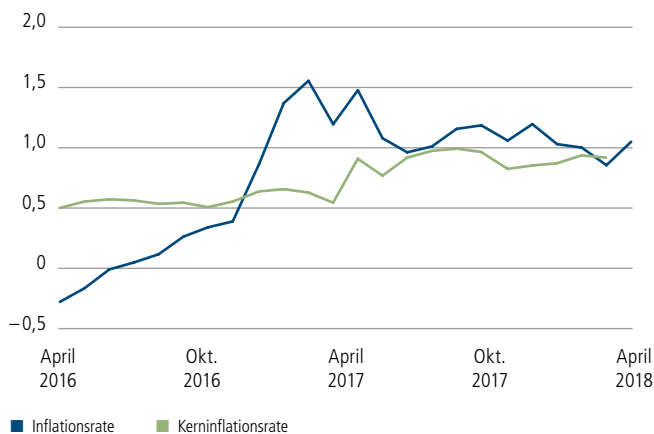
FTSE-MIB-Index\* seit Jahresanfang



\* 1. Januar 2018 = 100.  
Quelle: Bloomberg, Stand: 3. April 2018.

## Nach wie vor kaum Inflationsdruck im Euroraum

Inflationsentwicklung, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters, Datastream, Stand: 3. April 2018.

## Ausblick

**Konjunktur:** Der Aufschwung der Weltwirtschaft hält unvermindert an. In nahezu allen Regionen bewegen sich wichtige Frühindikatoren über den Wachstumsschwellen. An der Spitze hat es nun eine Wachablösung gegeben. Nicht mehr Europa, sondern die USA wachsen derzeit sehr dynamisch. Hier hat die US-Steuerreform mindestens einen psychologischen Effekt. Erste Firmen beginnen zudem damit, Gelder aus dem Ausland in die USA zurückzuholen. Die Wirtschaft droht fast schon zu überhitzen. Ohnehin befindet sich die US-Konjunktur in einem sehr reifen Stadium des Konjunkturzyklus. Verglichen mit vorangegangenen Aufschwüngen dauert der aktuelle Zyklus schon überdurchschnittlich lange an. Nichtsdestotrotz profitieren auch die Vereinigten Staaten von der allgemein guten Konjunkturlage weltweit. In der Diskussion um das US-Handelsbilanzdefizit wurden nun die ersten Strafzölle verhängt und mit Gegenmaßnahmen beantwortet. Noch hat der Umfang lediglich Symbolcharakter. Sollte sich die Entwicklung aber hochschaukeln, könnte dies einen erheblich negativen Effekt auf das Wirtschaftswachstum in den USA und weiteren Regionen haben.

Im Euroraum fielen wichtige Frühindikatoren zum wiederholten Male schwächer aus. Noch ist das kein Grund zur Sorge. Auf dem Niveau der vergangenen Monate hätte sich der Aufschwung auch nur schwer fortsetzen lassen. Problematisch wird es dann, wenn Faktoren wie eine drohende Eskalation im Handelsstreit auf die Stimmung der Investoren drücken. Positiv ist aber, dass die Erholung längst alle Länder erfasst hat, weshalb der Aufschwung auf sehr solidem Fundament steht. Selbst Italiens Wirtschaft verzeichnet

nach einer mehrjährigen Schwächephase nun erfreuliche Zuwächse. Auch in Griechenland kommt zusehends Dynamik auf. Von konjunktureller Seite spricht somit weiterhin viel für risikobehaftete Anlageklassen. Im vergangenen Jahr kannten sowohl die Konjunktur- als auch die Aktiennotierungen nur eine Richtung. 2018 dürfte hingegen von größeren Schwankungen geprägt sein. Ein Umstand, an den sich Investoren wohl erst noch gewöhnen müssen.

China steht weiterhin vor großen Herausforderungen. Im Mittelpunkt steht der Umbau von einem Produktions- in einen Innovationsstandort. Wir glauben, dass der Umbau in den kommenden Monaten verstärkt vorangetrieben wird. Dies dürfte zwar Wachstum kosten, der Zeitpunkt scheint angesichts der guten weltwirtschaftlichen Lage aber günstig. Neben diesen mittelfristigen Aufgaben gilt es, die hohe Verschuldung im Blick zu behalten. Sie ist zu einem erheblichen Risiko für die konjunkturelle und finanzielle Stabilität des Landes geworden. Kritisch ist vor allem die hohe Verschuldung des Unternehmenssektors. Dahinter verbergen sich zu einem nicht unerheblichen Teil versteckte Staatsschulden.

**Inflation:** Das Thema Inflation wird weiter heiß diskutiert. Noch ist von einer höheren Inflation nicht viel zu sehen. Darüber hinaus haben viele Zentralbanken bereits angekündigt, bei höheren Raten genau hinzuschauen und nicht gleich das Ruder scharf in Richtung Straffung herumzureißen. In den kommenden Monaten rechnen wir aber mit leicht steigenden Raten, ohne dass nennenswerter Inflationsdruck im eigentlichen Sinn aufkommen dürfte. Für den Moment droht also keine Gefahr, es gilt aber, bei dieser Kenngröße besonders wachsam zu sein.

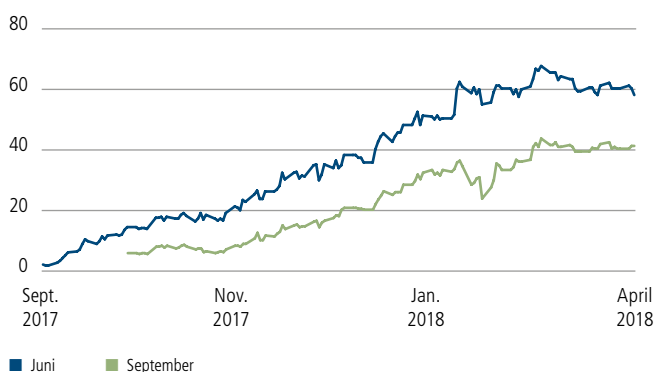
# Geldpolitik

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Klar ist: Die Unterstützung durch die Notenbanken nimmt weiter ab
- Die US-Notenbank hat im März erneut die Leitzinsen angehoben und weitere Schritte, auch über 2018 hinaus, angekündigt
- Im Euroraum verzichtete die EZB auf den „Easing Bias“
- Dies wurde als Vorbereitung für ein baldiges Ende der Anleihekäufe gewertet
- In Japan muss damit gerechnet werden, dass auch die Geldpolitik der Bank of Japan in 2019 weniger expansiv ausfällt
- Ein möglicher Handelskrieg mit Importzöllen könnte die Inflationsraten in die Höhe treiben und die Notenbanken zusätzlich auf den Plan rufen

## Fed setzt Normalisierung der Geldpolitik fort – Erhöhung wohl im Juni

Wahrscheinlichkeit für eine Zinserhöhung um 0,25 Prozent im Juni und September, in Prozent



Quelle: Bloomberg. Stand: 3. April 2018.

## Aktuelle Entwicklung

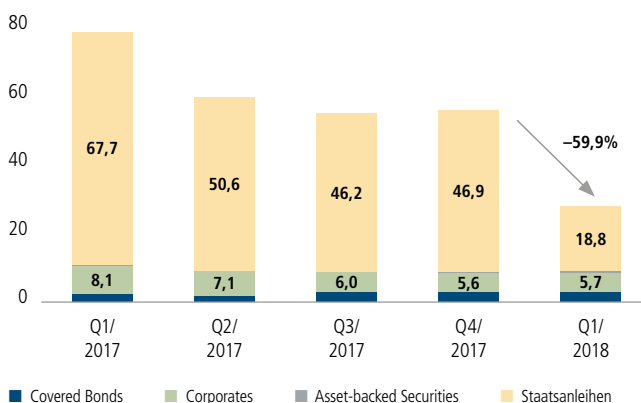
Die EZB beließ auf ihrer Sitzung Anfang März die relevanten Zinssätze wie erwartet unverändert. Bezüglich der Forward Guidance hat sich die Kommunikation der EZB jedoch verändert. Erstmals wurde auf die Erwähnung des „Easing Bias“ verzichtet. Die Zentralbank hatte in der Vergangenheit regelmäßig als Gegenmaßnahme einer möglichen Verschlechterung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen eine Erhöhung der Anleihekäufe in Aussicht gestellt. Damit entfällt nun ein weiterer Faktor der geldpolitischen Lockerung. Die Entscheidung im Gremium wurde laut Präsident Draghi einstimmig gefällt. Somit wurde im März unserer Meinung nach ein sehr maßvoller Schritt hin zur geldpolitischen Normalisierung vollzogen. Präsident Draghi gelang es auf der Pressekonferenz, einer Verunsicherung der Marktteilnehmer entgegenzuwirken und zu versichern, dass die Zinsen lange über das Ende des Kaufprogramms hinaus auf niedrigem Niveau bleiben.

| Geldpolitik                              | Aktuell  | Vor 1 Monat | Vor 3 Monaten | Vor 6 Monaten | Tendenz* |
|--|----------|-------------|---------------|---------------|----------|
| Leitzins Euroraum                        | 0,00 %   | 0,00 %      | 0,00 %        | 0,00 %        | →        |
| Leitzins USA                             | 1,75 %   | 1,50 %      | 1,50 %        | 1,25 %        | ↑        |
| Leitzins Japan                           | -0,06 %  | -0,05 %     | -0,06 %       | -0,06 %       | →        |
| Leitzins Großbritannien                  | 0,50 %   | 0,50 %      | 0,50 %        | 0,25 %        | →        |
| 3-Monats-EURIBOR                         | -0,33 %  | -0,33 %     | -0,33 %       | -0,33 %       | →        |
| Ankaufprogramm der EZB (QE) in Mrd. Euro | 2.369,16 | 2.349,98    | 2.286,06      | 2.118,11      | ↓        |

Quelle: Datastream, Bloomberg. Stand: 31. März 2018.

## EZB deutet Richtungswechsel an – „Easing Bias“ entfernt

Veränderung der Anleihebestände, monatliche Durchschnittswerte in Milliarden Euro



Quelle: Bloomberg. Stand: 4. April 2018.

## Ausblick

Von einer restriktiven Geldpolitik sind wir ohne Zweifel noch weit entfernt. Aber: Die Unterstützung der Notenbanken wird weltweit weiter abnehmen. Die EZB hat zwar deutlich gemacht, dass Zinserhöhungen erst Mitte 2019 auf der Agenda stehen dürften. Mit Blick auf das hohe Wachstum könnte es für die Notenbanker aber schwer werden, diese Argumentation beizubehalten. Auch die Ankündigung eines möglichen Endes des Kaufprogramms könnte unerwünschte Marktreaktionen auslösen. Die US-Notenbank dürfte weiter versucht sein, die Leitzinssätze auch trotz des Bilanzabbaus anzuheben, um Spielräume für den nächsten Abschwung zu haben. Kürzlich deutete nun auch die japanische Notenbank einen perspektivischen Ausstieg aus ihrer expansiven Geldpolitik an. Bei der EZB dreht sich das Personalkarussell unterdessen weiter und bringt erneut Jens Weidmann als nächsten Vorsitzenden ins Spiel.



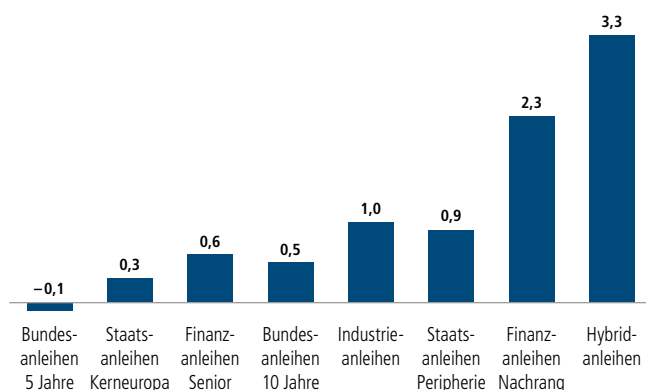
# Renten

## Unsere Einschätzung in Kürze

- In den USA tendierten Staatsanleihen im März lange Zeit seitwärts
- Politische und geopolitische Einflussfaktoren stützten vor allem Euro-Staatsanleihen
- Die Nachfrage nach Peripherieanleihen blieb ungeachtet des Wahlausgangs in Italien hoch
- Schwache Aktiennotierungen lasteten auf Unternehmensanleihen und führten zu höheren Risikoaufschlägen
- Titel aus den aufstrebenden Volkswirtschaften hielten sich vergleichsweise gut
- Der allgemeine Renditeanstieg dürfte sich noch bis zum Jahresende fortsetzen, nicht aber in der Geschwindigkeit der letzten Monate

## Nachrangsanleihen bieten die höchsten Renditen

Aktuelle Renditen verschiedener europäischer Rentenklassen im Vergleich, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters, Datastream. Stand: 5. März 2018.

## Aktuelle Entwicklung

**USA:** Die Kursentwicklung am US-Rentenmarkt verlief im März lange Zeit volatil seitwärts. Gute Konjunkturdaten sprachen eigentlich für steigende Renditen. Auch vonseiten der US-Notenbank gab es Gegenwind. Die Währungshüter korrigierten ihre Wachstumsprognose nach oben und deuteten weitere Zinsschritte an. Zwar blieb der Zinspfad für das laufende Jahr unverändert, doch im kommenden Jahr gehen die Notenbanker von einer zusätzlichen Erhöhung aus. Dass es letztlich immer wieder zu einer Gegenbewegung kam, war vor allem der innen- und geopolitischen Lage geschuldet. US-Präsident Donald Trump sorgte mit gleich mehreren Personalrochaden für Verunsicherung, weshalb US-Schatzanweisungen immer wieder als sicherer Anlagehafen gefragt waren. Darüber hinaus verunsicherte die Handelspolitik mit der Erhebung von Strafzöllen. Auf Indexebene (J.P. Morgan Global Bond US) verbuchten US-Schatzanweisungen im März somit einen Gewinn von 1,0 Prozent.

| Renten <sup>1</sup>                         | Veränderung zum Vormonat | Veränderung seit Jahresbeginn | Tendenz <sup>2</sup> |
|---|--------------------------|-------------------------------|----------------------|
| Staatsanleihen Kerneuropa                   | 1,3%                     | 0,5%                          | ↓                    |
| Covered Bonds                               | 0,5%                     | 0,0%                          | ↓                    |
| Staatsanleihen Euro-Peripherie              | 2,0%                     | 2,7%                          | ↑                    |
| Unternehmensanleihen IG                     | -0,1%                    | -0,4%                         | ↓                    |
| Unternehmensanleihen HY                     | -0,2%                    | -0,6%                         | →                    |
| Staatsanleihen USA <sup>2</sup>             | 1,0%                     | -1,2%                         | ↓                    |
| Staatsanleihen Schwellenländer <sup>3</sup> | 0,3%                     | -1,8%                         | ↑                    |

<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.

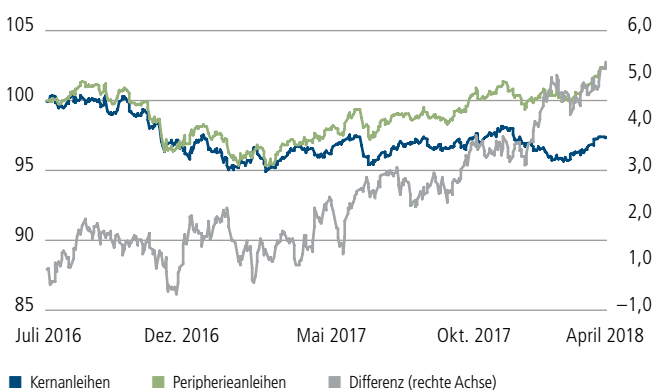
<sup>2</sup> Wertentwicklung in US-Dollar.

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

Quelle: Datastream. Stand: 31. März 2018.

## Peripherie bleibt auch 2018 trotz politischer Fragen gesucht

Relative Entwicklung von Peripherie- zu Kernanleihen



Quelle: Thomson Reuters. Stand: 4. April 2018.

**Euroraum:** Der Euro-Staatsanleihemarkt zeigte sich im März von seiner freundlichen Seite. Schwache Konjunkturdaten ließen Zweifel am Wachstumsbild aufkommen. Hinzu kamen vor allem aus den USA Nachrichten, die zur einer höheren Risikoaversion unter den Marktteilnehmern führten. Hiervon konnten allerdings nicht nur Anleihen aus den Kernländern profitieren, auch Peripherie-papiere blieben sehr gefragt. Dies war durchaus erstaunlich, denn zu Monatsbeginn standen Wahlen in Italien an, aus denen die europakritischen Parteien als klare Wahlsieger hervorgingen. Eine Regierungsbildung ist aufgrund der fragmentierten Parteienlandschaft aber deutlich erschwert. Dennoch ließen sich Anleger nicht von Käufen abhalten. Zwischenzeitlich sorgte die Sitzung der EZB für einen kurzzeitigen Renditeanstieg, da die Währungshüter einen kleinen Absatz aus ihrem Beschlusspapier strichen. Das Fehlen wurde als erster Schritt hin zu einer Normalisierung der Geldpolitik gewertet. Gemessen am iBoxx Euro Sovereign legten europäische Staatsanleihen im März 1,6 Prozent zu.

## Renten

### Zinsstrukturkurve wird in den USA immer flacher

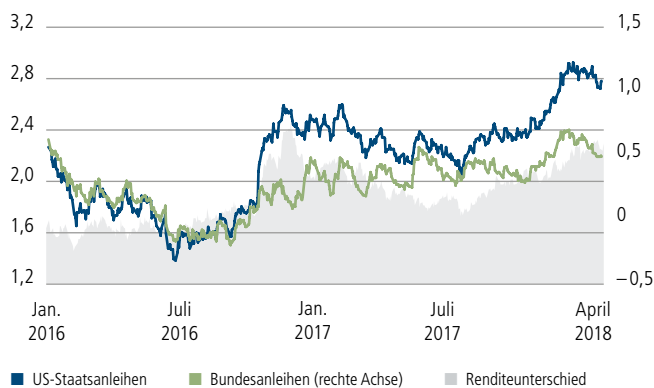
Renditeunterschied zehnjähriger und zweijähriger US-Staatsanleihen, seit 1. Januar 2016, in Prozent



Quelle: Bloomberg. Stand: 4. April 2018.

### US-Renditen zogen in den letzten Monaten stärker an

Zehnjährige US-Treasuries versus zehnjährige Bundesanleihen, seit 1. Januar 2016, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters. Stand: 4. März 2018.

**Unternehmensanleihen:** Im März war das Geschehen am Markt für europäische Unternehmenspapiere von einer Erhöhung der Risikoprämien geprägt. Der auf die Risikoscheu der Anleger und die erhöhte Volatilität an den Finanzmärkten zurückzuführende teils deutliche Anstieg erstreckte sich über alle Untersektoren des Unternehmensanleihemarkts. Auch die in jüngster Vergangenheit stark nachgefragten Papiere aus dem Nachrangsektor wiesen einen leichten Verlust auf. Leichte Verluste verbuchte zudem das Hochzinssegment. Belastend wirkte auch der Primärmarkt. Zeitweise führte ein hohes Angebot an neuen Unternehmensanleihen bei gleichzeitig steigender Risikoaversion zu einem Abverkauf.

**Emerging Markets:** Trotz der teils volatilen Bewegungen an den globalen Kapitalmärkten konnten sich Staatsanleihen aus den Schwellenländern im März gut behaupten. Auf Monatsfrist gewannen in den Hartwährungen US-Dollar und Euro notierende Rentenpapiere aus den Emerging Markets (EM) 0,3 Prozent (J.P. Morgan EMBI Global Diversified). Geo- sowie innenpolitische Themen in den USA prägten auch das Bild für Schwellenländer-Anleihen. Die Risikoaufschläge von EM-Staatsanleihen weiteten sich in diesem Umfeld kontinuierlich aus und notierten Ende März 19 Basispunkte höher, bei 303 Basispunkten. Unterstützung kam hingegen vom Ölpreis und der Währungsentwicklung.

### Ausblick

Die konjunkturelle Entwicklung in den USA ist weiterhin positiv. Mit weiteren Zinserhöhungen seitens der US-Notenbank muss daher, unabhängig vom Bilanzabbau, gerechnet werden. Die geopolitischen Entwicklungen haben den Renditeanstieg zuletzt aber gebremst. Auf Sicht der nächsten zwölf Monate sehen wir zehnjährige US-Schatzanweisungen bei 3,2 Prozent. Nach dem starken Anstieg der vergangenen Monate rechnen wir nun mit einer sich abschwächenden Dynamik.

Das Wachstum ist auch im Euroraum sehr robust. Zudem ist die Binnennachfrage sehr solide. Vor dem Hintergrund der starken Wachstumszahlen und einer Geldpolitik, die perspektivisch weniger expansiv sein dürfte, gehen wir auch im Euroraum von leicht anziehenden Renditen aus. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen sehen wir auf Sicht von zwölf Monaten deshalb auf 1,0 Prozent steigen.

Unternehmensanleihen bleiben auch weiterhin vom Ankaufprogramm der EZB gestützt. Die Notenbanker haben die Kaufsumme in diesem Sektor kaum reduziert und die Halbierung des Kaufprogramms stärker zulasten von Staatsanleihen umgesetzt. Unsere Vermutung, dass die EZB allein schon aufgrund des noch großen ausstehenden Volumens verstärkt Firmenanleihen erwerben wird, war also richtig. Denn anders als bei Staatsanleihen werden sie ihre selbst gesteckten Grenzen bei Unternehmensanleihen nicht so schnell erreichen. Unabhängig davon befinden sich die Risikoaufschläge auf niedrigem Niveau, was das Potenzial zugleich begrenzt.

Die Rentenmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften dürften weiterhin von guten Fundamentaldaten, den vergleichsweise hohen Rohstoffpreisen und der Umsetzung von Reformen gestützt werden. Rückenwind erhält die Region auch vom Welthandel. In den letzten Monaten wertete zudem der US-Dollar ab, was insbesondere jenen Ländern hilft, die sich stark im Dollar verschuldet haben. Eine große Belastung würde ein weiterer Anstieg der US-Renditen darstellen, da risikolose Anleihen aus relativer Sicht an Attraktivität gewinnen würden. Auch eine Eskalation im Handelsstreit dürfte sich negativ auswirken.

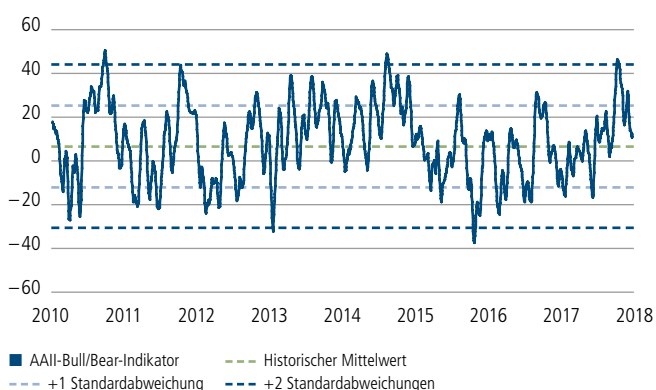
# Aktien

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Die Aktienmärkte fürchteten zuletzt eine Zuspitzung des Handelskonflikts zwischen China und den USA. Darüber hinaus verunsicherte der Personalwechsel im Kabinett von US-Präsident Trump
- Die Gewinnsituation der Unternehmen blieb davon jedoch unberührt
- Wir rechnen in den kommenden Wochen mit guten bis sehr guten Quartalsergebnissen. Ausgehend von den niedrigeren Kursen, hat sich die Attraktivität von Aktien sogar verbessert
- Politische und geopolitische Ereignisse bleiben ein Risiko
- Aus Sektorensicht bevorzugen wir derzeit sowohl in Europa als auch den USA Energiewerte und meiden die Medienbranche

## Nach Euphoriewelle zu Jahresbeginn – Sentiment der US-Investoren wieder zurück im neutralen Bereich

AAll-Bull/Bear-Indikator in den USA: Anteil der Investoren mit optimistischem Ausblick versus Anteil der Investoren mit pessimistischem Ausblick



Quelle: Thomson Reuters, Datastream. Stand: 31. März 2018.

## Aktuelle Entwicklung

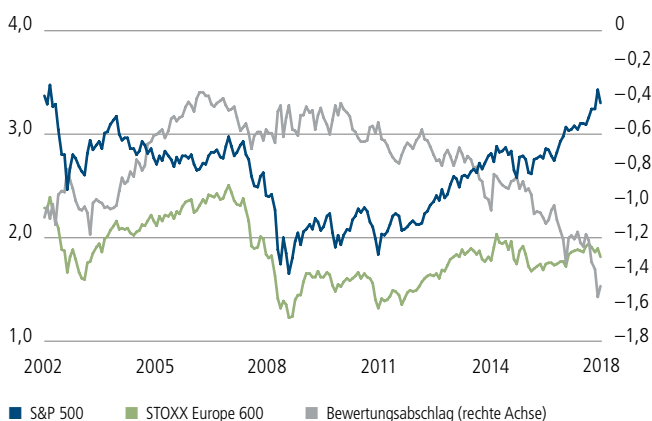
**Euroraum:** Europas Aktienmärkte verzeichneten im März, wie im Vormonat, Kursverluste. Der EURO STOXX 50 gab 2,3 Prozent nach. Im Vorfeld der Berichtssaison zum ersten Quartal gab es nur wenige Unternehmensmeldungen, die Einfluss auf die Kursentwicklung hatten. Stattdessen überlagerten politische Themen das Marktgeschehen. Vor allem die von den USA angedrohten und teilweise eingeführten Strafzölle auf Aluminium und Stahl schürten Ängste vor einer globalen Eskalation und weitreichenden Handelshemmnissen. Aktien der deutschen Autobauer Daimler, BMW und Volkswagen gerieten unter Druck, nachdem US-Präsident Trump drohte, auch Zölle auf Autos aus der EU zu erheben. Italienische Aktien entwickelten sich besser als der Gesamtmarkt, obwohl die politische Unsicherheit im südeuropäischen Land wieder gestiegen ist. Aus der Parlamentswahl Anfang März ist keine der Parteien als klarer Sieger hervorgegangen, die Regierungsbildung könnte zu einer Hängepartie werden.

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

Wertentwicklung der MSCI-Indizes wird in US-Dollar dargestellt. Alle anderen Indizes werden in lokaler Währung ausgewiesen.  
 Quelle: Datastream. Stand: 31. März 2018.

## Euro-Stärke als Belastungsfaktor für Bewertung europäischer Aktien

Vergleich der Kurs-Buch-Verhältnisse seit Anfang 2002 zwischen Europa und den USA



Quelle: Bloomberg. Stand: 30. März 2018.

**USA:** Die Börsen in den USA haben im März weitere Kursverluste verzeichnet. Unter dem Eindruck eines drohenden Handelskonflikts gab der Dow Jones Industrial 3,7 Prozent ab. Besonders zyklische Werte, etwa aus den Bereichen Industrie, IT und Konsum, litten, während beispielsweise Versorger-Aktien Gewinne verbuchten. Maßgeblich für den Abschwung an den Börsen waren Vorhaben der Administration von US-Präsident Donald Trump, Strafzölle und Barrieren gegen eine Vielzahl ausländischer Produkte zu erheben. So sollten beispielsweise Stahl und Aluminium mit 25 beziehungsweise 10 Prozent Importsteuer belegt werden. Später wurden einige Wirtschaftsräume wie etwa Kanada oder die EU von der Maßnahme ausgenommen. Im Verlauf des Monats wurden überdies Strafzölle auf Autos aus der EU diskutiert. Im Zusammenhang mit China überprüft das US-Handelsministerium eine Liste mit 1.300 Produktlinien, die später ebenfalls mit Sonderzahlungen belegt werden könnten. Hier geht es konkret vor allem um technische Erzeugnisse, insgesamt liegt das betroffene Volumen bei jährlich rund 60 Milliarden US-Dollar.

# Aktien

## US-Finanzwerte zuletzt aufgrund sinkender Renditen unter Druck

Relative Entwicklung von Finanzwerten versus S&P 500 und Entwicklung der Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen



Quelle: Thomson Reuters, Datastream. Stand: 29. März 2018.

**Japan:** Nach der spürbaren Korrektur im Februar verzeichnete der japanische Aktienmarkt anhaltende Kursverluste. Der Nikkei 225 büßte im März weitere 2,8 Prozent ein. Zu Beginn des Monats hatte US-Präsident Trump Strafzölle auf Stahl und Aluminium verhängt. Wenngleich in der Folgezeit eine Reihe von Ländern von den Handelshemmnissen ausgenommen wurde, scheint Japan nicht in den Genuss einer Ausnahmeregelung zu kommen. Hinsichtlich der Konjunkturentwicklung in Japan schwächte sich der Einkaufsmanager-Index für das verarbeitende Gewerbe im März ab, befindet sich jedoch für japanische Verhältnisse auf historisch immer noch sehr hohem Niveau. Auf Branchenebene verzeichneten nahezu alle Sektoren Kursverluste, insbesondere zyklische Sektoren wie etwa Grundstoffe, Industrie und Banken gerieten unter Druck.

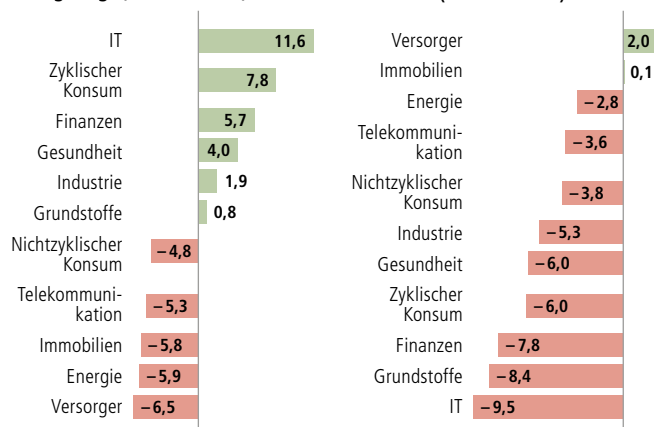
**Emerging Markets:** Die Börsen der aufstrebenden Volkswirtschaften konnten sich den negativen Vorgaben nicht entziehen. Auffällig war aber, dass sich die Verluste in einem von leichter Unsicherheit geprägten Umfeld im Rahmen hielten. Sonst ist das Muster eher anders, dann geraten die Schwellenländer stärker unter Druck. Einige EM-Staaten könnten sogar vom Handelsstreit profitieren. Wenn etwa China Sojabohnen aus den USA mit Strafzöllen belegen würde, dürfte das Reich der Mitte seinen Bedarf in Lateinamerika decken. Die Region verzeichnete im März auch die geringsten Kursverluste.

### Ausblick

Nach einem überaus guten Jahresstart sind viele Aktienmärkte sehr schnell sehr stark gestiegen. Die Stimmung unter den Investoren war nahezu euphorisch. Die Korrektur war daher einerseits längst überfällig und ist andererseits durchaus gesund. Unabhängig davon ist die konjunkturelle Lage noch immer von einem

## Handelspolitische Spannungen und Datenskandal bei Facebook sorgen für Sektorrotation am Aktienmarkt

Zyklische Branchen bis 12. März gefragt (01.01.–12.03.) ...



Quelle: Thomson Reuters, Datastream; Sektoren von S&P 500. Stand: 31. März 2018.

globalen Aufschwung geprägt, was für risikobehaftete Anlagen wie Aktien spricht. Der vom Rentenmarkt ausgehende Druck auf die Märkte sollte zudem perspektivisch abnehmen. Wir erwarten zwar weiter steigende Renditen, rechnen bis Jahresende aber nur noch mit einem leichten Anstieg. Trotz der guten Wirtschaftsdaten ist nämlich kein Inflationsdruck auszumachen – ein in Summe sehr gutes Umfeld für Aktien.

Ein Risiko stellt ein möglicher Handelskrieg dar. Da dieses Vorgehen nur Verlierer kennt, hoffen wir auf die Vernunft der Akteure. Auch wenn ein US-Handelskrieg oft mit China in Verbindung gebracht wird, ist es kein regional begrenztes Thema. Die Strafzölle auf Stahl etwa belasten zum Beispiel Länder wie Kanada oder Brasilien viel stärker. Ein Handelskrieg hätte globale Effekte, weshalb die Industriestaaten genauso leiden würden wie die aufstrebenden Volkswirtschaften.

In wenigen Wochen beginnt die Berichtssaison für das erste Quartal in den USA. Wir gehen hier von guten bis sehr guten Ergebnissen aus. Nach der Korrektur hat sich die Bewertung von Aktien sogar verbessert. Obwohl die makroökonomischen Rahmenbedingungen nach wie vor vorteilhaft für die Unternehmen weltweit sind, sind jüngst die „Growth Surprises“ aller Industrieregionen (USA, Euroraum, Großbritannien und Japan) „übergerollt“ – sprich, sie verschlechtern sich auf hohem Niveau leicht. Nur in den aufstrebenden Volkswirtschaften gibt es derzeit noch Wachstumsüberraschungen. Dies ist auch der Grund, warum wir aus regionaler Sicht den Schwellenländern momentan den Vorzug geben. In den USA haben sich zudem die Finanzierungsbedingungen im Zuge höherer Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen und einer etwas höheren Aktienmarktvolatilität etwas verschlechtert, bleiben aber im historischen Kontext weiter locker.

# Rohstoffe

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Die Risikoaversion lastete auch auf Rohstoffen
- Vor allem Industrie- und Edelmetalle gerieten im März stark unter Druck
- Energierohstoffe waren entgegen den Erwartungen gefragt und konnten die Verluste zum Teil kompensieren
- Gemessen am MS RADAR ex. Agrar verbuchten Rohstoffe im März einen Verlust von 0,7 Prozent
- Öl profitierte von möglichen Sanktionen der USA gegen den Iran, der Überlegung einer Verlängerung der Förderkürzungen durch die OPEC und der Erwartung einer Unterversorgung im zweiten Halbjahr

## Volatile Entwicklung seit Anfang 2018

Indizierte Wertentwicklung der Rohstoffsektoren seit Anfang 2017



Quelle: Bloomberg. Stand: 4. April 2018.

## Aktuelle Entwicklung

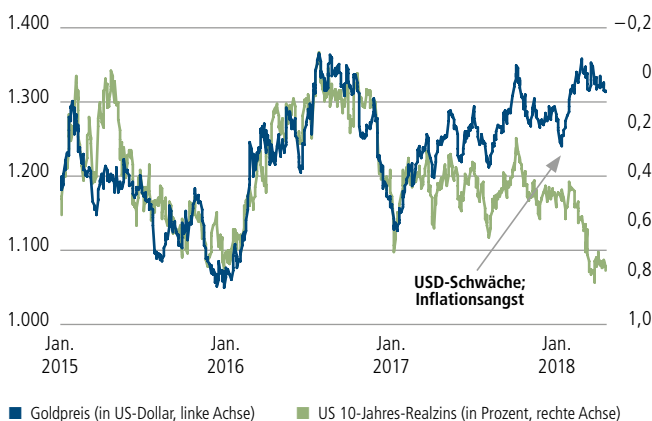
Industriemetalle verloren deutlich und litten unter den Befürchtungen hinsichtlich einer schwachen wirtschaftlichen Entwicklung in China und der Handelsbeschränkungen seitens der USA. Aluminium, das mit Importzöllen belegt wurde, verlor 8 Prozent. Gold konnte von der Unsicherheit kaum profitieren, da die führenden weltweiten Notenbanken sich zusehends von einer expansiven Geldpolitik abwenden und die Inflationsraten niedrig blieben. Der Ölpreis legte kräftig zu. Für Rückenwind sorgte die Überlegung der OPEC, die Förderkürzung über das Jahresende hinaus aufrechtzuhalten. Damit einhergehend kamen Befürchtungen auf, der Ölmarkt könnte im zweiten Halbjahr 2018 unterversorgt sein. Diese wurden auch dadurch genährt, dass die USA neue Sanktionen gegen den Iran erwägen – einem wichtigen Ölförderstaat. Hinzu kam der Ausfall von Venezuela. Das Land verfügt zwar über große Reserven, die überalterten Anlagen fördern aber derzeit so wenig Öl wie seit 30 Jahren nicht mehr.

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

\*Preisentwicklung in US-Dollar.  
Quelle: Datastream, Bloomberg. Stand: 31. März 2018.

## Edelmetalle: Goldpreis koppelt sich von US-Realzinsen ab

Goldpreis versus US-Realzinsen je Unze



Quelle: Bloomberg, Union Investment. Stand: 4. März 2018.

## Ausblick

**Energie:** Trotz der guten konjunkturellen Vorgaben gibt es auch einige Belastungsfaktoren. Chancen und Risiken im Energiesektor halten sich derzeit die Waage, weshalb wir uns derzeit an die Seitenlinie stellen.

**Industriemetalle:** Die Preise für Industriemetalle litten stark unter der Korrektur an den Aktienmärkten, den Nachrichten zu Handelsbeschränkungen und einer schwachen Nachfrage aus China. Da wir keinen „echten“ Konjunkturabschwung erwarten, sollte die Korrektur unseres Erachtens bald abgeschlossen sein. Vor einem Einstieg wollen wir die weitere Entwicklung zunächst beobachten.

**Edelmetalle:** Gold ist aus unserer Sicht eine gute Absicherung gegen eine Verschärfung der aktuellen Situation. Die ebenfalls im Sektor enthaltenen industrienahen Metalle Platin und Palladium dürften bei einem anhaltend schwierigen Umfeld jedoch unter Druck geraten. Wir bleiben daher vorerst bei unserer abwartenden Haltung.

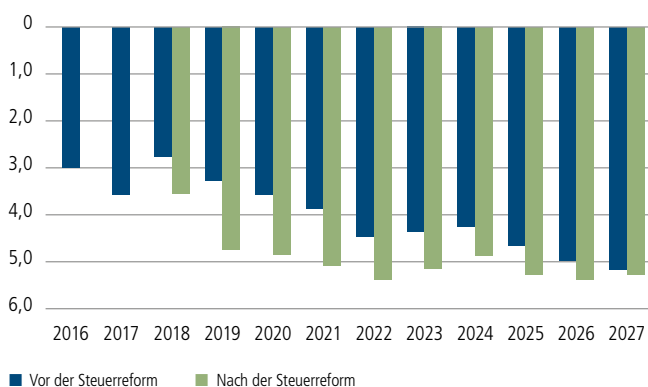
# Währungen

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Die angekündigten Strafzölle durch die US-Regierung sorgten für eine Fortsetzung der Abwärtsbewegung der US-Valuta gegenüber einer Reihe von Hauptwährungen
- Monatsgewinner unter den Hauptwährungen war das Britische Pfund, nachdem eine Übergangslösung nach dem Brexit ausgehandelt wurde
- In den Schwellenländern wertete der Mexikanische Peso aufgrund positiver Kommentare zur NAFTA-Verhandlung auf
- Der Russische Rubel tendierte hingegen schwächer. Hier belasten die Wahl und die diplomatischen Verwicklungen mit dem Westen

## Höhere US-Verschuldung spricht für anhaltende Dollarschwäche

US-Leistungsbilanz, Defizit in Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quelle: Bloomberg, CBO, JCT. Stand: 5. April 2018.

## Aktuelle Entwicklung

Die Erholungsphase des US-Dollar im Februar war nur von kurzer Dauer. Im Berichtsmonat März sorgte die Unsicherheit im Zusammenhang mit den angekündigten Strafzöllen durch die US-Regierung für eine Fortsetzung der Abwärtsbewegung der US-Valuta gegenüber einer Reihe von Hauptwährungen. Zum Monatsende hin konnte sich die US-Währung gegenüber der Gemeinschaftswährung Euro wieder etwas stabilisieren. Das unerwartet hohe Wachstum der US-Wirtschaft im vierten Quartal 2017 (plus 2,9 Prozent auf das Jahr hochgerechnet) sorgte für eine Erholung des Greenbacks. Letztlich wertete der Euro um 0,9 Prozent gegenüber der US-Währung auf. An der Spitze der Aufwertungsgewinner stand im Berichtsmonat das Britische Pfund. Dieses profitierte von der Einigung zwischen der EU und Großbritannien auf eine Übergangslösung, wonach das Land bis 2020 faktisches EU-Mitglied sein wird.

| Währungen gegenüber Euro | Veränderung zum Vormonat | Veränderung seit Jahresbeginn | Tendenz* |
|--------------------------|--------------------------|-------------------------------|----------|
| US-Dollar                | -1,1%                    | -2,6%                         | ↓        |
| Britisches Pfund         | 0,8%                     | 1,0%                          | →        |
| Japanischer Yen          | -0,7%                    | 3,3%                          | →        |
| Schweizer Franken        | -2,0%                    | -0,4%                         | →        |

Quelle: Datastream. Stand: 31. März 2018.

## Aufwertung des Euro pausiert

Euro in US-Dollar, Entwicklung seit 1. Januar 2014



Quelle: Thomson Reuters, Datastream, Bloomberg. Stand: 31. März 2018.

## Ausblick

Die Geldpolitik der US-Notenbank, solide Wirtschaftsdaten und die Verabschiedung der Steuerreform sollten den US-Dollar zum Euro eigentlich stützen. Kurzfristig könnte der Greenback von diesen Themen profitieren. Die fiskalischen Maßnahmen (Stichwort: Steuerreform) erhöhen aber auch die Staatsverschuldung der USA. Hierdurch erhöht sich das ohnehin vorhandene Zwillingdefizit. Parallel dazu preisen die Märkte bereits eine Normalisierung der Geldpolitik auch in anderen Ländern ein. Sowohl die EZB als auch die Bank of Japan werden perspektivisch ihre Ausrichtung ändern und ihre Geldpolitik restriktiver gestalten. Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir den Wechselkurs daher bei etwa 1,33 US-Dollar je Euro. Der Greenback dürfte auch gegenüber anderen Währungen schwächer tendieren. Das ist insbesondere positiv für Währungen der Schwellenländer.

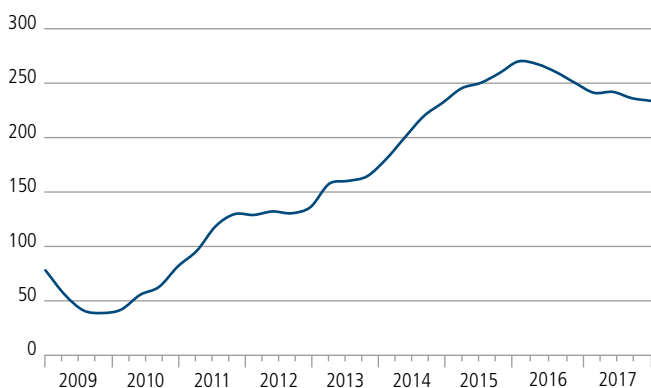
# Immobilien

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Auf den deutschen Büromärkten werden auch 2018 rückläufige Leerstandsdaten sowie steigende Mietpreise zu beobachten sein
- Die Mehrzahl der Büromärkte in Europa zeigt in den nächsten Quartalen weiterhin Mietpreiswachstum  
In London fallen die Spitzenmieten im Bürobereich nach der Brexit-Entscheidung
- Die Mieten auf den US-amerikanischen Büromärkten steigen noch, wobei die Dynamik des Mietpreiswachstums im Zeitverlauf voraussichtlich abnehmen wird
- Der Mietpreisrückgang in Seoul belastet die Durchschnittswerte in Asien/Pazifik. Der Ausblick für Kuala Lumpur, Tokio, Singapur und Sydney ist aber positiv

## Entwicklung des Transaktionsvolumens in den USA

Rollierender 12-Monats-Durchschnitt, in Milliarden Euro



Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 31. Dezember 2017.

## Aktuelle Entwicklung

Der US-Investmentmarkt konnte im Jahr 2017 nicht mehr das hohe Transaktionsvolumen der Vorjahre erreichen. Insgesamt wurden etwa 209 Milliarden Euro in Gewerbeimmobilien investiert, etwa 12 Prozent weniger als im Gesamtjahr 2016. Neben der Unsicherheit, die gerade am Jahresanfang aufgrund der politischen Situation in den USA herrschte, sorgte auch die gestiegene Preissensibilität der Investoren für eine gewisse Zurückhaltung – zumal andere Regionen wie insbesondere Europa an Attraktivität gewonnen haben. Die Preisvorstellungen von Käufern und Verkäufern entwickeln sich zunehmend auseinander. Hinzu kommt, dass der Anstieg der US-Zinsen und die im Zuge dessen gestiegenen Absicherungs- und Finanzierungskosten für internationale Investoren ebenfalls einen dämpfenden Einfluss auf das Investitionsverhalten ausübten. Das aktuelle Transaktionsvolumen lag aber noch immer über dem langjährigen Durchschnitt, da der sehr transparente US-Markt nach wie vor von der guten Produktverfügbarkeit und -vielfalt sowie der noch immer guten konjunkturellen Entwicklung profitiert. Die weiterhin bestehende Attraktivität der einzelnen Standorte zeigt sich auch daran, dass am Ende des Jahres

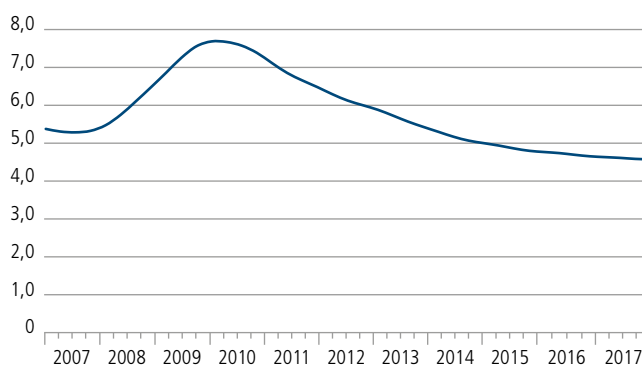
| Büromieten*               | Veränderung zum Vorquartal |         | Veränderung zum Vorjahr |         | Tendenz* |
|---------------------------|----------------------------|---------|-------------------------|---------|----------|
|                           | Q4 2017                    | Q3 2017 | Q4 2016                 | Q3 2016 |          |
| Deutschland               | 2,0%                       | ▲       | 4,8%                    | ▲       | ▲        |
| Europa (ohne Deutschland) | 2,2%                       | ▲       | 5,7%                    | ▲       | ▲        |
| USA                       | 0,6%                       | ▲       | 2,2%                    | ▲       | ▲        |
| Asien/Pazifik             | 2,1%                       | ▲       | 7,4%                    | ▲       | ▲        |

\*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 2017. Daten werden quartalsweise aktualisiert.

## Entwicklung der Büroanfangsrenditen in den USA

Durchschnitt, in Prozent\*



\*Durchschnitt der elf größten US-Büromärkte.

Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 31. Dezember 2017.

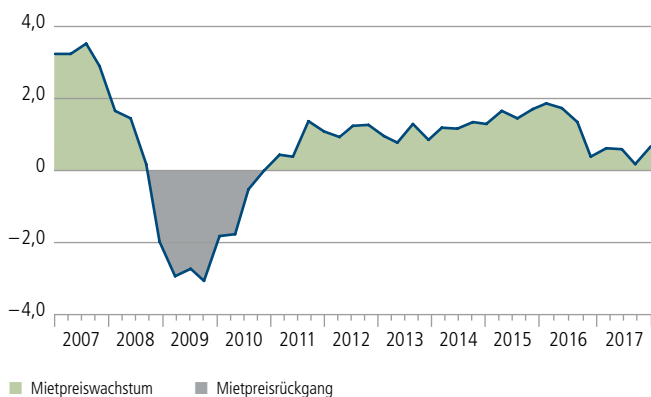
2017 noch immer zehn US-amerikanische Städte beziehungsweise Regionen unter den zwanzig Standorten mit dem weltweit höchsten Transaktionsvolumen zu finden waren. New York wurde erstmals seit 2015 als beliebtester Immobilienmarkt weltweit von London abgelöst und auch Los Angeles wies noch ein höheres Transaktionsvolumen auf. Ausländische Investoren – vor allem aus China, Kanada, Singapur, Japan und Deutschland – waren erneut sehr aktiv auf dem US-amerikanischen Immobilienmarkt. Dabei konzentrierten sie sich vor allem auf die großen Metropolen an Ost- und Westküste, während auf den Sekundärmärkten einheimische Investoren dominieren.

Die leicht rückläufige Entwicklung auf dem Investmentmarkt spiegelte sich auch bei den Büroimmobilienrenditen wider. Im Durchschnitt der elf US-amerikanischen Top-Bürostandorte lag die durchschnittliche Spitzenrendite am Ende des vierten Quartals 2017 bei 4,7 Prozent. Damit ist sie gegenüber dem Vorjahr um etwa 10 Basispunkte gestiegen. Dies war der erste nennenswerte Anstieg innerhalb eines Jahres seit Mitte 2010. Auch wenn auf den meisten Märkten eine stabile Entwicklung auf hohem Niveau zu beobachten war, signalisieren die ersten Renditeanstiege ein

# Immobilien

## Quartalsweise Veränderung der Bürospitzenmiete in den USA

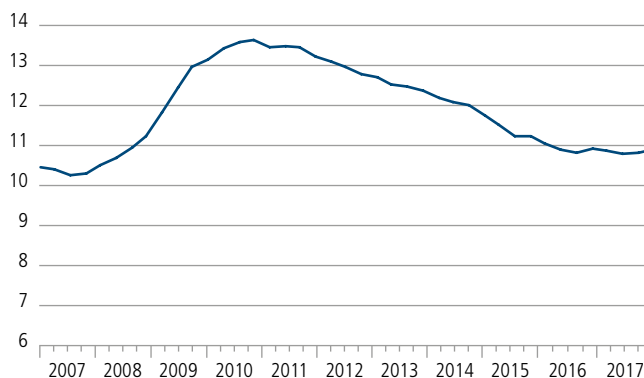
Durchschnitt, in Prozent\*



\*Durchschnitt der elf größten US-Büromärkte.  
Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 31. Dezember 2017.

## Entwicklung der Leerstandsquote in den USA

Durchschnitt, in Prozent\*



\*Durchschnitt der elf größten US-Büromärkte.  
Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 31. Dezember 2017.

mögliches Ende der aktuellen Boomphase. Die niedrigste Spitzenrendite wurde weiterhin mit 3,8 Prozent in New York registriert.

Auf den Büovermietungsmärkten hingegen zeigte sich weiterhin eine positive Entwicklung und eine Fortsetzung des bereits lang anhaltenden Wachstumstrends. Allerdings hat sich die in den letzten Jahren erheblich angestiegene Büroflächennachfrage unterdessen etwas abgeschwächt. Neben dem sehr engen Arbeitsmarkt werden auch erste Anzeichen eines nachlassenden Beschäftigtenwachstums sichtbar, da die ersten Babyboomer in den Ruhestand gehen. Die Leerstandsrate hat sich im Durchschnitt der elf beobachteten US-amerikanischen Bürometropolen trotz zum Teil erheblicher Baufertigstellungen gegenüber dem Vorjahresquartal nicht verändert und lag am Ende des vierten Quartals bei etwa 10,8 Prozent.

Gleichzeitig hat die landesweit nach wie vor relativ starke Nachfrage nach qualitativ hochwertigen Büroflächen dafür gesorgt, dass die Mieten auch im Jahresverlauf 2017 zum Teil spürbar gestiegen sind. Für entsprechende Standards – also vor allem eine zentrale Lage, eine gute Infrastruktur und eine hochwertige Innenausstattung – sind US-Unternehmen weiterhin bereit, den dafür fälligen Aufpreis zu bezahlen. Im Durchschnitt der Standorte erhöhten sich die Mietpreise nochmals um 2,2 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal, wobei Seattle mit einem Zuwachs in Höhe von 7,4 Prozent vor Atlanta mit einer Wachstumsrate von knapp 4,8 Prozent an der Spitze lag. In Atlanta sorgten Unternehmen aus verschiedenen Branchen für eine hohe Nachfrage. So unterschrieben jüngst beispielsweise der Kabelnetzbetreiber und Telekommunikationsanbieter Comcast sowie der Großhändler HD Supply Mietverträge über große, moderne Büroflächen (etwa 24.200 m<sup>2</sup> beziehungsweise 20.600 m<sup>2</sup>) und auch das Versicherungsunternehmen State Farm hat einen neuen Campus bezogen. Sowohl in Atlanta als auch in Seattle ist der Technologiesektor nach wie vor

der Hauptwachstumstreiber. Neben Amazon expandieren weitere zahlreiche große Unternehmen wie Facebook, Google und Microsoft in Seattle. Gleichzeitig war allerdings auch zu beobachten, dass an Standorten wie New York, Boston und San Francisco die Mietpreise im Vergleich zum Vorjahr stagnierten beziehungsweise sich leicht rückläufig entwickelten. Hier deutet sich demnach ein Ende des enormen Wachstums der letzten Jahre an.

### Ausblick

Wir sehen die USA nach wie vor in einem eher reifen Stadium des Konjunkturzyklus. Zwar hat die republikanische Alleinregierung zum Jahresende 2017 mit der Steuerreform nun doch noch ein größeres Entlastungspaket auf den Weg gebracht, aber es ist aufgrund der zyklischen Lage und der Struktur des Pakets lediglich ein leichter Nachfrageimpuls für 2018 und 2019 mit eher geringer Multiplikatorwirkung zu erwarten. Zwar dürften die Büromärkte in den USA noch von den weiterhin robusten konjunkturellen Aussichten profitieren. Allerdings ist zu beachten, dass der aktuelle Immobilienmarkt-Zyklus in den USA bereits weit fortgeschritten ist und perspektivisch eine nachlassende Wachstumsdynamik prognostiziert wird. Die USA bleiben aufgrund ihrer Größe und der hohen Marktliquidität auch weiterhin ein interessantes Investitionsziel für Immobilieninvestoren, vor dem Hintergrund eines ansteigenden Zinsniveaus und einer nachlassenden Mietpreisdynamik ist aber davon auszugehen, dass das Transaktionsvolumen weiter zurückgehen wird und auch die Renditen wieder moderat steigen werden. Investoren dürften vermehrt hochwertige, langfristige vermietete Immobilien mit stabilen Mieteinnahmen bevorzugen, um gegebenenfalls mögliche Marktkorrekturen abfedern zu können. Dabei rechnet sich allerdings aufgrund der gestiegenen Währungsabsicherungskosten gerade für europäische Marktakteure nicht mehr jedes Investment.



## Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument ist ausschließlich für professionelle Kunden 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.

Ausführliche produktspezifische Informationen, insbesondere zu den Anlagezielen, den Anlagegrundsätzen/der Anlagestrategie, dem Risikoprofil der Fonds sowie den Chancen und Risiken entnehmen Sie bitte dem aktuellen Verkaufsprospekt, den Anlagebedingungen sowie den Jahres- und Halbjahresberichten, die Sie kostenlos in deutscher Sprache über Union Investment Institutional GmbH erhalten. Diese Dokumente bilden die allein verbindliche Grundlage für den Erwerb. Angaben zur Wertentwicklung von Fonds sowie die Einstufung in Risikoklassen/Farbsystematik von Fonds und anderen Produkten von Union Investment basieren auf den Nettowertentwicklungen und/oder der Volatilität in der Vergangenheit. Damit wird keine Aussage über eine zukünftige Wertentwicklung getroffen. Die Inhalte dieser Marketingmitteilung 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: **9. April 2018**, 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)

## Für professionelle Kunden in Österreich, Italien und der Schweiz gelten folgende zusätzliche Hinweise:

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie die nachstehenden Beschränkungen als für Sie verbindlich:

Dies ist eine Marketingmitteilung. Dieses Dokument ist ausschließlich für professionelle Kunden vorgesehen. Es stellt keine Handlungsempfehlung zum Kauf oder Empfehlung eines Wertpapiers und keine Anlageberatung dar und ersetzt nicht die individuelle Anlageberatung durch eine Bank oder einen anderen geeigneten Berater sowie fachkundigen steuerlichen oder rechtlichen Rat. Die Darstellungen und Erläuterungen beruhen auf der eigenen Einschätzung und sind beschränkt auf den Sachstand zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokumentes. Dies gilt insbesondere auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Dieses Dokument wurde von Union Investment Austria GmbH, in Wien, und Union Investment Institutional GmbH, Frankfurt, mit angemessener Sorgfalt und nach bestem Wissen erstellt. Dennoch wurden die von Dritten stammenden Informationen nicht vollständig überprüft. Union Investment übernimmt keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokumentes.

Alle Index- bzw. Produktbezeichnungen anderer als der zur Union Investment Gruppe gehörigen Unternehmen können urheber- und markenrechtlich geschützte Produkte und Marken dieser Unternehmen sein.

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und ist allein zur internen Verwendung gedacht. Es darf daher weder ganz noch teilweise vervielfältigt, verändert oder zusammengefasst, an andere Personen weiterverteilt, sowie anderen Personen in sonstiger Weise zugänglich gemacht oder veröffentlicht werden. Es wird keinerlei Haftung für Nachteile, die direkt oder indirekt aus der Verteilung, der Verwendung oder Veränderung und Zusammenfassung dieses Dokumentes oder seines Inhalts entstehen, übernommen.

Soweit auf Fondsanteile oder andere Wertpapiere Bezug genommen wird, kann hierin eine Analyse i. S. d. Verordnung (EU) Nr. 565/2017 liegen. Sofern dieses Dokument entgegen den vorgenannten Bestimmungen einem Personenkreis, für den es nicht bestimmt ist, zugänglich gemacht wird, in sonstiger Weise weiterverteilt, veröffentlicht bzw. verändert oder zusammengefasst wird, kann der Verwender dieses Dokumentes den Vorschriften der Verordnung (EU) Nr. 565/2017 und den hierzu ergangenen besonderen Bestimmungen der Aufsichtsbehörde (insbesondere der Finanzanalyseverordnung) unterliegen.

Angaben zur Wertentwicklung von Fonds von Union Investment basieren auf den Wertentwicklungen und/oder der Volatilität in der Vergangenheit. Damit wird keine Aussage über eine zukünftige Wertentwicklung getroffen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Der Wert der Fondsanteile und die Höhe der Ausschüttungen können sowohl sinken als auch steigen und müssen nicht mehr den Wert des ursprünglich investierten Kapitals erreichen.

Ausführliche produktspezifische Informationen und Hinweise zu Chancen und Risiken der in diesem Dokument genannten Fonds entnehmen Sie bitte dem aktuellen Verkaufsprospekt, den Vertragsbedingungen, wesentlichen Anlegerinformationen sowie den Jahres- und Halbjahresberichten, die Sie kostenlos unter [www.union-investment.at](http://www.union-investment.at) und [www.union-investment.com](http://www.union-investment.com) erhalten. Anleger in Österreich erhalten diese Dokumente kostenlos auch bei der Zahl- und Vertriebsstelle Volksbank Wien AG, Kolingasse 14 -16 in 1090 Wien. Diese Dokumente bilden die allein verbindliche Grundlage für den Kauf des jeweiligen Fonds von Union Investment.

## Ihre Kontaktmöglichkeiten in Österreich

Union Investment Austria GmbH  
Schottenring 16  
A-1010 Wien

## Weitere Kontaktadresse für Anleger in Österreich

Zahl- und Vertriebsstelle in Österreich:  
Volksbank Wien AG  
Kolingasse 14 -16  
A-1090 Wien  
Österreich

Anleger in der Schweiz erhalten diese Dokumente kostenlos auch beim Vertreter und bei der Zahlstelle.

Vertreter in der Schweiz ist IPConcept (Schweiz) AG, In Gassen 6, Postfach 8022 Zürich, Schweiz. Zahlstelle in der Schweiz ist DZ PRIVATBANK (Schweiz) AG, Münsterhof 12, Postfach, 8022 Zürich, Schweiz. Gerichtsstand ist Zürich.

## Ihre Kontaktmöglichkeiten in der Schweiz

Union Investment Institutional GmbH  
Weißfrauenstraße 7  
60311 Frankfurt am Main  
Deutschland  
Telefon +49 69 2567-7652

## Weitere Kontaktadressen für Anleger in der Schweiz

Vertreter in der Schweiz:  
IPConcept (Schweiz) AG  
In Gassen 6  
Postfach  
8022 Zürich

Zahlstelle in der Schweiz:  
DZ PRIVATBANK (Schweiz) AG  
Münsterhof 12  
Postfach  
8022 Zürich  
Schweiz

Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen: **9. April 2018**, soweit nicht anders angegeben.