



„Das synchrone Wachstum der Weltwirtschaft dürfte die Aktienmärkte weiterhin gut unterstützen. Europäische Titel bleiben die klaren Favoriten, auch deshalb, weil die politischen Risiken derzeit ausgepreist werden.“

Benjardin Gärtner, Leiter Portfoliomanagement Aktien



## Juni 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

In den vergangenen Monaten wurden die Kapitalmärkte unter anderem von den Wahlversprechen Trumps getragen. Inzwischen ist jedoch ein Großteil seiner politischen Ambitionen im Umsetzungsprozess verloren gegangen, genau wie es ihm schon vor Monaten prophezeit worden war. Ein Grund dafür dürfte sein, dass viele wichtige Ämter noch immer nicht besetzt sind. Seine Administration besteht bislang nur aus Fragmenten, weshalb konkretere wirtschaftspolitische Pläne nicht existieren. An den Kapitalmärkten rechnet kaum noch jemand damit, dass es in den USA in diesem Jahr konjunkturelle Impulse aus einer Unternehmenssteuerreform geben wird. Die entscheidende Frage ist: Da nach der Wahl von Trump viele Analysten ihre Wachstumsprognosen hochgesetzt hatten – und hiervon gerade die Aktienmärkte profitierten –, ist nun mit der umgekehrten Entwicklung zu rechnen?

An den US-Börsen hat die Korrektur im Prinzip schon stattgefunden – man sieht es nur auf Indexebene nicht. Bei fast allen Aktien, die nach der US-Wahl überproportional stiegen, ist der Trump-Effekt inzwischen wieder ausgepreist. Da aber gleichzeitig einige wenige andere Aktien, vor allem aus dem Technologiesektor, deutlich gestiegen sind, verzeichnen wichtige Indizes derzeit historische Höchststände. Was das Wachstum angeht, gibt es, wenn man so will, ebenfalls einen Kompensationseffekt. Der Blick auf die US-Konjunktur ist zwar weniger optimistisch, die Wirtschaftsdaten sind „gemischter“, ohne dass es allerdings so richtig schlecht aussähe. Entscheidend aber ist, dass das Wachstum der Eurozone sehr robust wirkt und weiter an Stärke gewinnen könnte (das erste Quartal war richtig gut!). Zudem sehen wir weniger politische Risiken. Der Stimmung war natürlich vor allem das Ergebnis der französischen Präsidentschaftswahl zuträglich und die aktuellen Prognosen, dass Emmanuel Macrons „En Marche“-Bewegung auch die Parlamentswahlen gewinnen könnte.

In Summe reicht das für stabiles Hochdruckwetter. Kleine Gewitterzellen sind immer mal möglich, in den letzten Wochen zum Beispiel erneute politische Probleme in Brasilien und Spekulationen über die Zukunft Donald Trumps wegen möglicherweise rechtswidriger Kontakte zu Russland. Aber für einen Wetterumschwung bräuchte es wohl andere Auslöser – und die sind zumindest jetzt nicht erkennbar. Wir haben daher keine Änderung des Kapitalmarktbaus feststellen können. Insbesondere die globale Konjunkturentwicklung ist weiterhin ausreichend positiv, um eine moderat offensive Risikoausrichtung („RoRo“-Meter 4) zu begründen. Das Übergewicht in Aktien wurde unverändert beibehalten und auch sonst gab es keine Positionsanpassungen.

## Die wichtigsten weiteren Ergebnisse

**Geldpolitik:** In den nächsten Wochen stehen Sitzungen der Europäischen Zentralbank (EZB) (8. Juni) und der amerikanischen Notenbank Fed (14. Juni) an. Bei der EZB-Sitzung wird allenfalls mit einer Änderung der „Forward Guidance“ (Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik) gerechnet, zumal Äußerungen von Mario Draghi Ende Mai eher zurückhaltend interpretiert wurden.

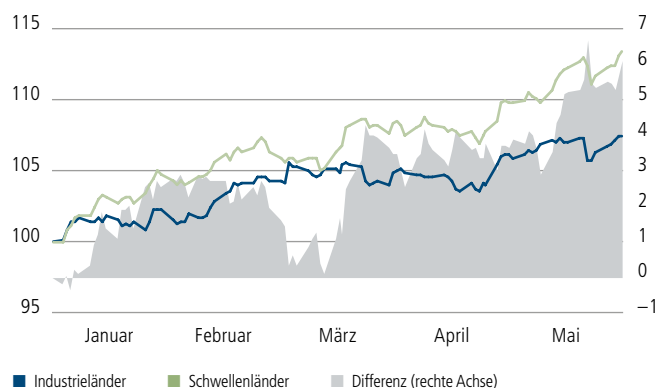
Mit einer Konkretisierung der Pläne, ab 2018 das Wertpapierankaufprogramm zu reduzieren („Tapering“), wird erst im September gerechnet. Für die Fed-Sitzung im Juni rechnet der Markt mit einer Zinserhöhung. Wir erwarten einen weiteren Schritt im September.

**Anleihen:** Wir rechnen unverändert mit steigenden Renditen – unter anderem, weil wir erwarten, dass die Kerninflation wieder anziehen könnte. Der Renditeanstieg dürfte aber geringer ausfallen, als noch vor einigen Wochen angenommen. In den USA dürfte, wie schon eingangs erwähnt, die erwartete zusätzliche Dynamisierung des US-Wachstums durch fiskalische Impulse der Trump-Regierung vorerst ausfallen. In Kombination mit den erwarteten Zinsschritten der Fed bedeutet dies natürlich auch eine deutliche flachere US-Zinsstrukturkurve. Bei Euro-Peripherieanleihen ist das Bild weiter asymmetrisch: Spanien wird positiv gesehen, Italien skeptisch.

**Aktien:** Die Aktienmärkte haben sich dieses Jahr bereits gut entwickelt. Insofern stellt sich die Frage, ob die Kurse kurzfristig weiter steigen könnten. Anlass zu (leichter) Skepsis könnte geben, dass die meisten Investoren positiv gestimmt sind und dass die erwartete Konjunkturentwicklung zumindest keine zusätzlichen Impulse liefern sollte („nachlassendes Momentum“). Unter dem Strich ist aber das Kapitalmarkt bild für Aktien eben doch sehr positiv (synchrones globales Wachstum, positive Gewinnentwicklung der Unternehmen), sodass zumindest kurzfristig weitere Kurssteigerungen möglich sein sollten. Die Erholung der Schwellenländer geriet Mitte Mai kurz ins Wackeln, als Korruptionsvorwürfe gegen den erst kurz amtierenden brasilianischen (Interims-)Präsidenten Temer bekannt wurden. In Summe überwiegt allerdings die Einschätzung, dass die Erholung der brasilianischen Volkswirtschaft nicht grundsätzlich gefährdet ist, solange es beim globalen Wachstum keine Negativüberraschung gibt und der Ölpreis nicht nachhaltig sinkt. Darüber hinaus sehen wir keine Ansteckungsgefahr für andere Schwellenländer.

## Aktien der Schwellenländer besser als Titel aus Industrieländern

Indexierte Wertentwicklung seit Jahresbeginn, in Prozent



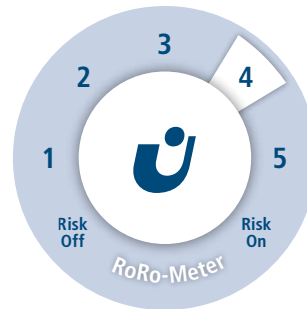
Quelle: Thomson Reuters. Stand: 26. Mai 2017.

# Die Märkte im Überblick

## Unsere aktuelle Risikoeinschätzung

- Aus Zweifeln wird allmählich die feste Überzeugung, dass vorerst nicht mit einem Fiskalimpuls aus den USA zu rechnen ist
- Leicht bessere Konjunkturdaten aus den USA, die anhaltende Belebung des Welthandels und der synchrone globale Aufschwung dürften den Kapitalmarkt unverändert stützen
- Von den Notenbanken ist kein Störfeuer zu erwarten. EZB-Chef Draghi bekräftigte jüngst die Absicht, den Euroraum geldpolitisch zu stützen
- Unsere allgemeine Risikoeinschätzung („RoRo“-Meter) bewegt sich mit Stufe 4 unverändert im leicht offensiven Bereich

## „RoRo“-Meter



Quelle: Union Investment. Stand: 30. Mai 2017. Letzte Änderung von 3 auf 4 am 24. April 2017.

**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:** Anleihen aus den Schwellenländern bleiben wegen guter Fundamentaldaten attraktiv. Es gilt aber, länderspezifische Risiken zu beachten (Brasilien, Venezuela)
- **Aktien:** In der Gruppe der Industriestaaten favorisieren wir weiter Aktien aus Europa, die günstiger bewertet sind als US-Titel. Zudem wird die politische Risikoprämie derzeit ausgepreist
- **Währungen:** Ein höheres Wachstumsmomentum in Europa und eine weitere Zinserhöhung in den USA halten sich in etwa die Waage, weshalb keine ausreichende Überzeugung für oder gegen den US-Dollar vorhanden ist
- **Rohstoffe:** Eine wohl steigende Nachfrage und die Förderkürzungen der OPEC-Staaten sprechen trotz der höheren Produktion von US-Schieferöl für höhere Preise bei Energierohstoffen
- Am Geldmarkt bleibt das Bild unverändert. Die Zinssätze sind weiterhin nahe null verankert 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

## 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>		=
Industrielländer		=
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: 30. Mai 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.

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

Nicht favorisiert Stark favorisiert  
Neutral

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

Quelle: Union Investment. Stand: 31. März 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
2016	1,8 %	1,7 %	1,6 %	1,0 %	6,7 %
2017	1,8 %	1,8 %	1,8 %	1,4 %	6,7 %
2018	1,8 %	1,7 %	2,3 %	1,0 %	6,4 %

Inflation	Deutschland	Euroraum	USA	Japan	China
2016	0,6 %	0,2 %	1,3 %	-0,1 %	2,0 %
2017	1,8 %	1,5 %	2,3 %	0,6 %	2,0 %
2018	1,8 %	1,6 %	1,9 %	0,6 %	2,2 %

10-Jahres-Renditen	Deutschland	USA	Leitzinsen	Euroraum	USA
Aktueller Stand*	0,3 %	2,2 %	Aktueller Stand*	0,00 %	0,75–1,00 %
In 3 Monaten	0,6 %	2,4 %	In 3 Monaten	0,00 %	1,00–1,25 %
In 12 Monaten	0,8 %	2,7 %	In 12 Monaten	0,00 %	1,25–1,50 %

Aktien	DAX 30	EURO STOXX 50	S&P 500	Nikkei 225
Aktueller Stand*	12.800	3.600	2.430	20.200
In 3 Monaten	12.800	3.700	2.400	20.000
In 12 Monaten	13.300	3.850	2.400	20.500

Rohstoffe	Gold	Öl (Brent)	MS RADAR ex. Ag.
Aktueller Stand*	1.260	49	133
In 3 Monaten	1.275	57	140
In 12 Monaten	1.350	60	150

Währungen	Euro/US-Dollar	Euro/ Britisches Pfund	Euro/ Japanischer Yen	Euro/Schweizer Franken
Aktueller Stand*	1,12	0,87	125	1,09
In 3 Monaten	1,10	0,87	127	1,08
In 12 Monaten	1,10	0,86	120	1,07

Immobilienrenditen**	Deutschland	Europa (ex. Deutschland)	USA	Asien/Pazifik
31. März 2017	3,4 %	4,2 %	4,6 %	4,4 %
31. Dezember 2017	3,3 %	4,1 %	4,7 %	4,4 %

\* Stand: 2. Juni 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.

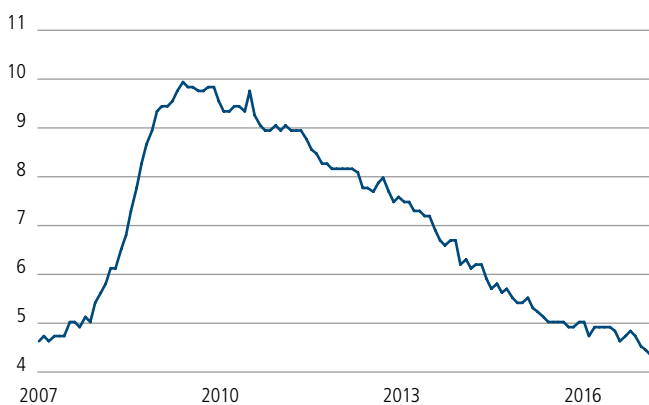
# Konjunktur

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Der weltweit synchrone Aufschwung hält unvermindert an und bestimmt unser positives Konjunkturbild
- In den USA waren einige wichtige Frühindikatoren zuletzt wieder besser
- Die Hoffnung auf einen Fiskalstimulus in den USA schwindet
- Im Euroraum sind die Wirtschaftsdaten unverändert sehr gut
- Die spürbare Belebung des Welthandels – insbesondere in Asien – hält an und begünstigt vor allem die Schwellenländer
- Geopolitische Konflikte stellen ein mögliches Risiko dar (Nordkorea, Syrien)

## Rückläufige US-Arbeitslosenquote trotz geringerem Stellenzuwachs

Angaben in Prozent



Quelle: Thomson Reuters. Stand: 6. Juni 2017

## Aktuelle Entwicklung

**Euroraum:** Die Konjunktur im Euroraum gewinnt weiter an Schwung. So erreichte der für Deutschland ermittelte ifo-Geschäftsklimaindex im Mai den höchsten Stand seit 1991. Die knapp 7.000 befragten Unternehmen befinden sich offenbar in Hochstimmung. Der viel beachtete Einkaufsmanagerindex von Markit für das verarbeitende Gewerbe spiegelt dies ebenfalls wider und stieg von 58,2 auf 59,4 Zähler. In Frankreich war der Wert jedoch leicht rückläufig, sodass sich der Index für den Euroraum nur leicht auf 57,0 steigerte. In jedem Fall aber liegen die Werte damit dennoch deutlich über der Wachstumsschwelle von 50 Zählern. Darüber hinaus wuchs das Verbrauchervertrauen. Parallel dazu war eine Belebung des Einzelhandels im Euroraum auszumachen. Wegfallende Basiseffekte ließen die Inflationsraten zuletzt wieder sinken.

Konjunktur	Aktuell	Vor 1 Monat	Vor 3 Monaten	Vor 6 Monaten
ifo Geschäftsklimaindex	114,6	113,0	111,1	110,4
EU-Einkaufsmanagerindex	56,8	56,8	56,0	53,9
Inflation Euroraum	1,4	1,9	2,0	0,6
ZEW-Erwartungen Euroraum	35,1	26,3	17,1	15,8
US-Einkaufsmanagerindex (ISM)	53,9	53,2	54,1	54,9
US-Einzelhandelsumsätze	0,4	0,1	0,5	0,6
US-Arbeitsmarkt (nfp)	138,0	174,0	232,0	164,0
Inflation USA	2,2	2,4	2,5	1,6

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

## Weltwirtschaft weiter auf Expansionskurs

Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe im Zeitablauf

Land	Mai 2017	April 2017	März 2017	Feb. 2017	Jan. 2017	Dez. 2016	Nov. 2016
China (Caixin)	49,6	50,3	51,2	51,7	51,8	51,9	50,9
Japan	53,1	52,7	52,4	53,3	52,7	51,9	51,3
USA (Markit)	52,7	52,8	53,3	54,2	55,0	54,2	54,1
Euroraum	57,0	56,7	56,2	55,4	55,2	54,9	53,7
Deutschland	59,5	58,2	58,3	56,8	56,4	55,6	54,3
Frankreich	53,8	55,1	53,3	52,2	53,6	53,5	51,7
Italien	55,1	56,2	55,7	55,0	53,0	53,2	52,2
Spanien	55,4	54,5	53,9	54,8	55,6	55,3	54,5

**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.

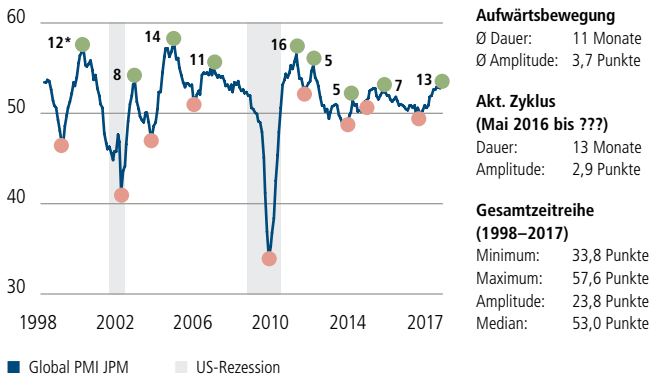
Quelle: Bloomberg. Stand: 6. Juni 2017.

**USA:** Seit Jahresanfang trübten sich die wirtschaftlichen Daten – allerdings ausgehend von einem hohen Niveau – leicht ein. Auslöser hierfür war die wachsende Skepsis gegenüber den geplanten Maßnahmen der Trump-Administration. Im Mai kam es nun zu einer leichten Gegenbewegung, bei der die Konjunkturdaten mehrheitlich besser als erwartet ausfielen. Einige wichtige Frühindikatoren zeigten wieder nach oben, wie etwa der regionale Index für die Geschäftstätigkeit der Federal Bank of Philadelphia. Auch der landesweit erhobene Einkaufsmanagerindex von Markit verbesserte sich auf 53,6 Zähler (Dienstleistungsgewerbe). Gute Nachrichten kamen zudem aus dem Einzelhandel. Dort zogen die Umsätze wieder an und auch die Verbraucherstimmung stieg. Am Arbeitsmarkt wurden zuletzt wieder mehr als 200.000 neue Stellen geschaffen. Überdies sank die Arbeitslosenquote weiter und lag zuletzt nur noch bei 4,4 Prozent.

# Konjunktur

## Globale Konjunktur: Zyklische Aufwärtsbewegung seit Mitte 2016 bereits länger als im Durchschnitt

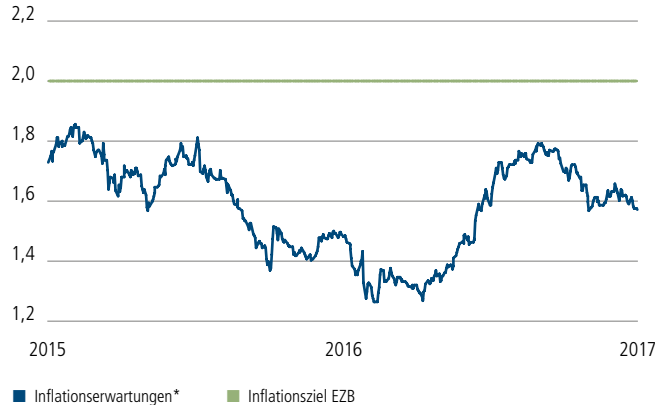
Global PMI JPM: Aufwärtsbewegungen in Monaten



\* Monate.  
Quelle: Datastream, US-Rezessionsphasen nach NBER, eigene Berechnungen. Stand: 6. Juni 2017.

## Inflationserwartungen: Konsolidierung setzt sich fort

Euroraum, in Prozent



\* Fünfjährige Inflationserwartung in fünf Jahren.  
Quelle: Thomson Reuters. Stand: 1. Juni 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. Besonders positiv stellt sich die Lage in Asien dar. 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 sehen darüber hinaus die weitere Entwicklung an den Rohstoffmärkten positiv, was ebenfalls viele Schwellenländer stützen dürfte.

Die USA befinden sich in einem sehr reifen Stadium des Konjunkturzyklus. Die Hoffnungen auf einen Fiskalstimulus durch den neuen US-Präsidenten hatten der US-Konjunktur gerade zu Jahresbeginn wieder Leben eingehaucht. Viele wichtige Frühindikatoren zeigten daher über Wochen nach oben. Inzwischen bestehen aber berechnete Zweifel an einer baldigen Umsetzung. Donald Trump zeigte sich in den letzten Wochen nicht immer handlungsfähig. Dies liegt auch daran, dass viele wichtige Posten in seiner Administration weiterhin nicht besetzt sind. Im Mai setzte jedoch eine leichte konjunkturelle Gegenbewegung ein. Viele Daten fielen wieder etwas besser aus. Die US-Konjunktur wird also weiter wachsen.

Im Euroraum zeigen wichtige Frühindikatoren ebenfalls nach oben, sie werden im Unterschied zu den USA auch von Daten aus der

Industrie gestützt. 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 half. Der Beginn der Brexit-Verhandlungen mit Großbritannien könnte allerdings zu Verwerfungen führen, da seitens der Briten bislang keine Kompromissbereitschaft auszumachen ist.

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 Immobilienmarkts entgegenzuwirken. Bei den ersten Gesprächen mit der US-Regierung fand man durchaus Gemeinsamkeiten. Protektionistische Maßnahmen seitens der USA im großen Stil sind nun nicht mehr zu befürchten.

**Inflation:** Mittlerweile fallen die Basiseffekte aus dem Ölpreisanstieg des vergangenen Jahres wieder heraus. Preismindernd schlugen zuletzt auch noch Basiseffekte aus den Osterfeiertagen zu Buche, da Ostern im vergangenen Jahr bereits im März gefeiert wurde. Mögliche Zweitrundeneffekte blieben bislang ebenfalls aus. Die Inflationserwartungen waren deshalb sowohl in den USA als auch in Europa rückläufig. Inflationsdruck ist derzeit nicht auszumachen.

# Geldpolitik

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Ein weiterer Zinsschritt der US-Notenbank auf der nächsten Sitzung im Juni gilt inzwischen als ausgemacht
- Die Fed diskutiert zudem weiter über den Abbau ihrer Bilanz (Reinvestitionspolitik). Vermutlich könnte dieser gegen Jahresende konkretere Züge annehmen
- Die EZB zeigt sich weiter abwartend und ist versucht, eine Tapering-Debatte gar nicht erst aufkommen zu lassen. Zuletzt wurde das Wachstum etwas besser eingeschätzt
- Draghi verwies aber auf die Notwendigkeit einer unveränderten geldpolitischen Unterstützung in einem außergewöhnlichen Umfang

### US-Zinserhöhung im Juni gilt als ausgemacht

Wahrscheinlichkeit einer Fed-Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte, in Prozent



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters. Stand: 6. Juni 2017.

### Aktuelle Entwicklung

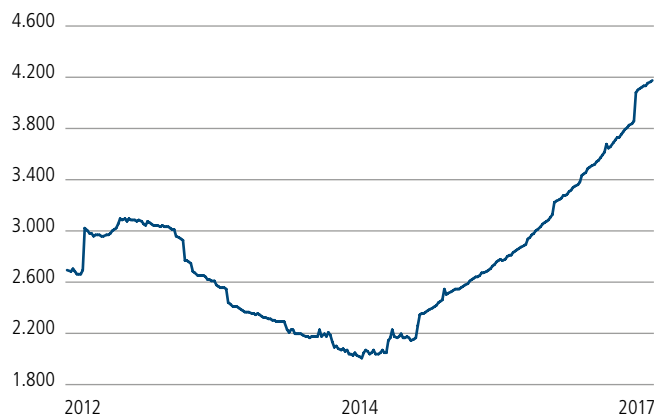
Die Mitglieder der US-Notenbank bliesen zuletzt ins gleiche Horn. Für die kommende Sitzung im Juni gilt daher eine weitere Zinserhöhung als ausgemacht. Solange die Arbeitslosenrate niedrig ist, werden sich die Währungshüter wohl auch vermutlich nicht an vorübergehend schwächeren Konjunkturdaten stören. Dennoch besteht mit jedem Zinsschritt die latente Gefahr, das Wachstum zu verringern. Die EZB ist unterdessen bemüht, die Debatte um eine Reduzierung der Anleihekäufe (Tapering) nicht zu befeuern. Zum Monatsende äußerte sich Mario Draghi dahingehend, dass der Euroraum seiner Meinung nach auch weiterhin in außergewöhnlichem Umfang eine geldpolitische Unterstützung benötigt. Trotz der guten Wachstumsaussichten sei der Inflationsdruck sehr verhalten, hieß es. Für den Euroraum betrug die Teuerungsrate zuletzt nur noch 1,4 Prozent, nach 1,9 Prozent im April.

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 %	1,00 %	0,75 %	0,50 %	↑
Leitzins Japan	-0,06 %	-0,07 %	-0,05 %	-0,05 %	→
Leitzins Großbritannien	0,25 %	0,25 %	0,25 %	0,25 %	→
3-Monats-EURIBOR	-0,33 %	-0,33 %	-0,33 %	-0,31 %	→
Ankaufprogramm der EZB (QE) in Mrd. Euro	1.889,89	1.834,33	1.690,04	1.467,87	↓

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

### EZB behält Kurs bei, wird aber bessere Konjunktur stärker berücksichtigen

EZB-Bilanz in Milliarden Euro



Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg. Stand: 6. Juni 2017.

### Ausblick

In den USA erwarten wir in diesem Jahr noch zwei Zinserhöhungen, die erste davon im Juni. Darüber hinaus wird eine Verkürzung der Bilanz konkrete Formen annehmen. 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.

Wir glauben, dass die EZB auf ihrer Sitzung im Juni keine Veränderung ihrer Geldpolitik vornehmen wird. Wohl aber halten wir es für denkbar, dass die Währungshüter die Marktteilnehmer auf eine Änderung ihrer Politik im September vorbereiten werden. Dann dürfte eine weitere Reduzierung des Ankaufprogramms (Tapering) im Raum stehen.



# Renten

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Die globalen Rentenmärkte gingen schwach in den Mai, konnten sich im Monatsverlauf aber durchweg erholen
- In Europa waren vor allem Papiere aus den Peripherieländern gefragt
- Mögliche Neuwahlen in Italien könnten perspektivisch belasten
- Anleihen aus den Schwellenländern bleiben unverändert gefragt. Der Korruptionsskandal in Brasilien hatte bisher keine Auswirkungen auf die Nachbarländer
- Aufgrund guter Konjunkturdaten gehen wir für die kommenden zwölf Monate von leicht steigenden Zinsen aus. Der Anstieg dürfte aber moderater als zuletzt angenommen ausfallen

## Verflachung der US-Zinsstrukturkurve hält an, positiver „Trump-Effekt“ wird am Rentenmarkt ausgepreist

Renditeunterschied zehnjähriger und zweijähriger US-Staatsanleihen, in Prozent



Quelle: Bloomberg, Union Investment. Stand: 31. Mai 2017.

## Aktuelle Entwicklung

**USA:** US-Schatzanweisungen gingen mit Verlusten in den Handelsmonat Mai. Gute Konjunkturdaten sorgten für höhere Renditen. Im weiteren Monatsverlauf konnten die Verluste jedoch wieder wettgemacht werden. Hierfür war vor allem US-Präsident Donald Trump verantwortlich. Seine generell sehr unterschiedlichen Aussagen ließen Zweifel an der Umsetzung zentraler Wahlkampfversprechen aufkommen. Eine Umsetzung dürfte schon allein daran scheitern, dass wichtige Ämter auch Monate nach der Wahl noch immer nicht besetzt sind. Die Kommentare der Notenbanker weisen eindeutig auf einen weiteren Zinsschritt im Juni hin. Dieser ist inzwischen vollständig vom Markt eingepreist. Solange die Arbeitslosenquote unter 5 Prozent bleibt, dürften die Federal Reserve an ihrer restriktiveren Strategie festhalten. Kurzlaufende Papiere litten mit Blick auf die nächste Zinserhöhung unter Kursverlusten. Auf Indexebene (J.P. Morgan Global Bond US)

Renten <sup>1</sup>	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz <sup>2</sup>
Staatsanleihen Kerneuropa	0,4 %	-0,4 %	↓
Covered Bonds	0,2 %	0,4 %	↓
Staatsanleihen Euro-Peripherie	0,9 %	-0,2 %	→
Unternehmensanleihen IG	0,4 %	1,2 %	→
Unternehmensanleihen HY	0,9 %	3,4 %	→
Staatsanleihen USA <sup>2</sup>	0,7 %	2,1 %	↓
Staatsanleihen Schwellenländer <sup>3</sup>	0,9 %	6,3 %	↑

<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.

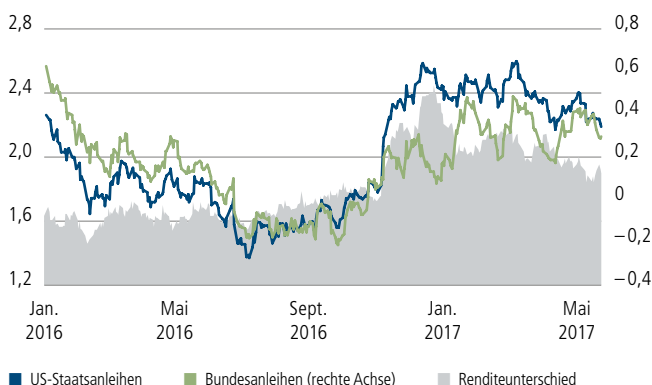
<sup>2</sup> Wertentwicklung in US-Dollar.

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

Quelle: Datastream. Stand: 31. Mai 2017.

## Transatlantikspreid auf hohem Niveau

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



Quelle: Thomson Reuters. Stand: 1. Juni 2017.

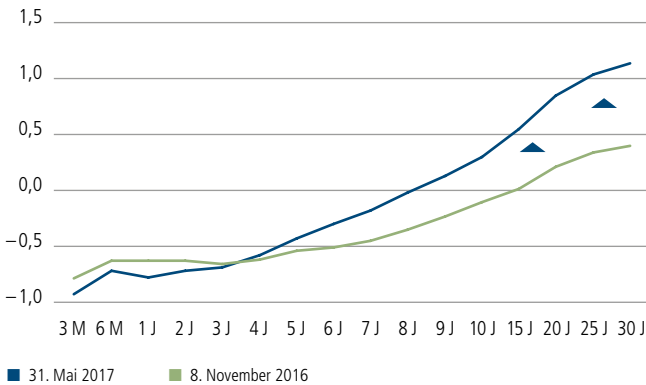
gingen US-Schatzanweisungen im Mai mit einem leichten Plus von 0,7 Prozent aus dem Handel.

**Euroraum:** Das marktbeherrschende Ereignis im Mai war zunächst die Präsidentschaftswahl in Frankreich. Emmanuel Macron gewann die Stichwahl gegen Marine Le Pen deutlicher, als zuvor angenommen. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass Macron einen klaren Wahlkampf für Europa und für Reformen gemacht hat. Viele Marktteilnehmer reagierten erleichtert auf den Wahlausgang. Die Folge war eine wieder höhere Risikobereitschaft der Anleger. In diesem Umfeld waren vor allem Anleihen aus den Peripherieländern gefragt. Papiere aus Italien, Spanien und Portugal verzeichneten daher teils deutliche Kursaufschläge. Zum Monatsende hin wendete sich das Blatt in Italien jedoch, als mögliche Neuwahlen im September auf die Agenda rückten. Diese sollen dann nach einem neuen Wahlrecht durchgeführt werden. In Umfragen liegen die Sozialdemokraten und die europakritische

# Renten

## Steilere Zinskurve in Deutschland, steigende Bundrenditen am langen Ende und fallende Kurzläuferrenditen

Deutsche Zinsstrukturkurve im Vergleich, in Prozent



Quelle: Bloomberg, Stand: 6. Juni 2017.

5-Sterne-Bewegung nah beieinander. Gemessen am Index iBoxx Euro Sovereign gewannen europäische Staatsanleihen im Mai 0,6 Prozent hinzu. Anleihen aus den Peripherieländern verteuerten sich sogar um 0,9 Prozent.

**Unternehmensanleihen:** Europäische Unternehmensanleihen tendierten auch im Mai freundlich. Vor allem wirkte der Wahlsieg des europafreundlichen französischen Kandidaten Macron noch positiv nach. Corporate Bonds mit Rating Investment Grade legten auf Indexebene (BoA Merrill Lynch Euro Corporate, ER00) 0,4 Prozent zu. Die Risikoprämien (Spreads) verringerten sich leicht um zwei auf 59 Basispunkte. Gegen Monatsende wurde mit 57 Basispunkten sogar ein Jahrestief erzielt. Mit Blick auf die Untersektoren waren besonders nachrangige Finanz- und Hybridanleihen gefragt. Unterstützung erhielten die Unternehmensanleihen auch von der Berichtssaison zum ersten Quartal, die sehr positiv verlief. Am Primärmarkt war im Mai wieder eine höhere Aktivität zu verzeichnen. Die Neuemissionen wurden zumeist mit nur geringen Renditeaufschlägen emittiert.

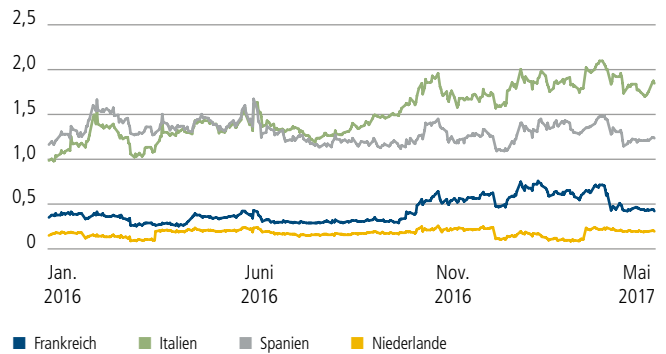
**Emerging Markets (EM):** Trotz der erneut aufflammenden Regierungskrise in Brasilien setzten die Rentenmärkte der Schwellenländer ihren seit Monaten andauernden Aufwärtstrend fort. Unterstützung kam dabei von den anhaltend hohen Mittelzuflüssen. Auch die weiterhin ausbleibenden protektionistischen Maßnahmen der Trump-Regierung und der schwächere US-Dollar sorgten für Rückenwind. So gewannen EM-Renten-Investments auf Indexebene (J.P. Morgan EMBI Global Div.) im Mai 0,9 Prozent an Wert.

### Ausblick

Die konjunkturelle Entwicklung in den USA ist weiterhin positiv. Darüber hinaus erwarten wir für den Rest des Jahres zwei weitere

## Risikoprämien seitwärts, mögliche Neuwahlen in Italien verunsichern

Risikoaufschläge zehnjähriger Anleihen gegenüber zehnjährigen Bundesanleihen seit Anfang 2016, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters, IPSOS, Stand: 1. Juni 2017.

Zinsschritte seitens der US-Notenbank. Dies spricht für tendenziell leicht steigende Renditen. An einem baldigen Fiskalimpuls darf man inzwischen jedoch berechnete Zweifel haben. Auf Sicht von zwölf Monaten gehen wir nun nur von einer Rendite von 2,7 Prozent für zehnjährige Schatzanweisungen aus. Verschiedene Ereignisrisiken werden zudem immer wieder dazu führen, dass US-Staatsanleihen vorübergehend gefragt sein werden. Nach der Niedrigzinsphase erscheinen die aktuellen 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 beobachten wir eine deutliche Belebung. 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. Vorzeitige Neuwahlen in Italien sind nun wieder wahrscheinlicher geworden. Darüber hinaus ist von harten Brexit-Verhandlungen zwischen Großbritannien und der Europäischen Union auszugehen. Wir erwarten daher, dass die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen auf Sicht von zwölf Monaten auf 0,8 Prozent steigen wird.

Die Rentenmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften waren in den vergangenen Wochen stark gefragt und verzeichneten umfangreiche Mittelzuflüsse. Stützend wirken die sich verbessernden Fundamentaldaten und die Umsetzung von Reformen. Wir gehen von steigenden Rohstoffpreisen aus, die ebenfalls für Unterstützung sorgen dürften. Rückenwind erhält die Region auch vom Welthandel, der unverändert an Dynamik gewinnt. Gerade im innerasiatischen Handel beobachten wir eine deutliche Belebung.

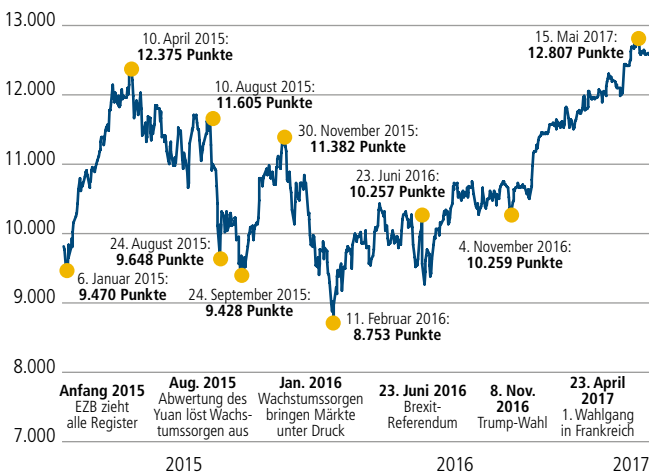
# Aktien

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Das Ergebnis der Frankreichwahl hat die Märkte kaum bewegt
- Anders als in den Vorjahren bleiben die Analysten bei ihren hohen Gewinnerwartungen
- In den USA werden die Indexstände nur noch von einigen wenigen Werten, vorzugsweise aus dem Technologiesektor, oben gehalten
- Bei Industrieländern favorisieren wir deshalb und auch wegen der guten Konjunkturdaten die Aktienmärkte im Euroraum

## Deutsche Aktien nahe am historischen Höchststand

Indexentwicklung des DAX seit 1. Januar 2015



Quelle: Thomson Reuters, Union Investment. Stand: 1. Juni 2017.

## Aktuelle Entwicklung

**Euroraum:** Die europäischen Aktienmärkte haben den Mai nach einem volatilen Verlauf nahezu unverändert beendet. Nachdem die Märkte im bisherigen Jahresverlauf bereits auf einen beachtlichen Wertzuwachs von rund 8 Prozent zurückblicken, gab der EURO STOXX 50 im Berichtsmonat um 0,1 Prozent nach. Am Monatsbeginn führte der positive Verlauf der Unternehmensberichtssaison zum ersten Quartal zunächst zu einer Fortsetzung der freundlichen Börsenstimmung. Der Wahlsieg des französischen Präsidentschaftskandidaten Emmanuel Macron führte indes zu einer eher verhaltenen Kapitalmarktreaktion. Investoren hatten auf Basis der Umfragen bereits im Vorfeld mit einem deutlichen Wahlsieg des sozialliberalen Politikers gerechnet. Zur Monatsmitte kippte die freundliche Börsenstimmung: Aufkommende Spekulationen um ein mögliches Amtsenthebungsverfahren gegen US-Präsident Trump sorgten für Verunsicherung.

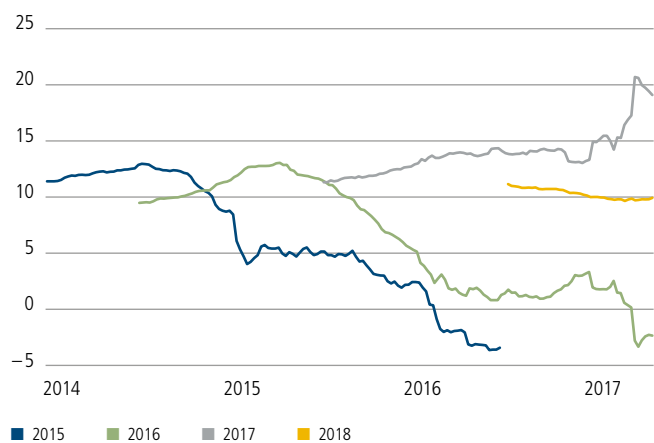
Aktien	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz*
MSCI AC World	1,9%	9,9%	↑
MSCI World	1,8%	9,2%	↑
MSCI Emerging Markets	2,8%	16,6%	↑
DAX 30	1,4%	9,9%	↑
EURO STOXX 50	-0,1%	8,0%	↑
S&P 500	1,2%	7,7%	↑
Nikkei 225	2,4%	2,8%	↑

Wertentwicklung der MSCI-Indizes wird in US-Dollar dargestellt. Alle anderen Indizes werden in lokaler Währung ausgewiesen.

Quelle: Datastream. Stand 31. Mai 2017.

## Europa: Vertrauen auf steigende Gewinne wächst

Gewinnwachstum europäischer Konzerne im Jahresvergleich, in Prozent



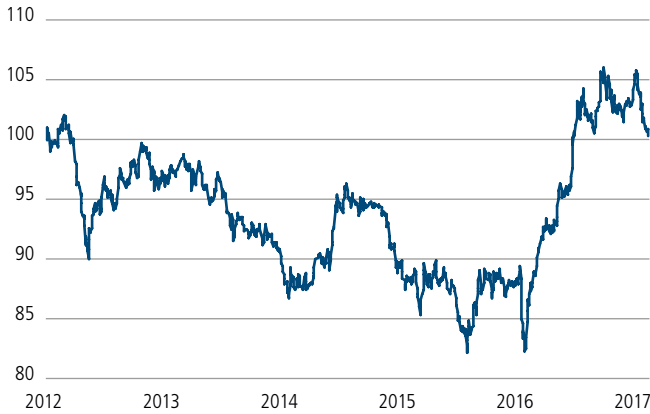
Quelle: Citi Research. Stand: Mai 2017.

**USA:** Die US-Aktienmärkte haben im Mai moderate Kursanstiege verzeichnet. Der Leitindex Dow Jones Industrial Average stieg um 0,3 Prozent, der marktbreite S&P 500 verbesserte sich um 1,2 Prozent. Als zentraler Einflussfaktor erwies sich die Politik in Washington, die immer wieder für Verunsicherung sorgte. Tendenziell unterstützend wirkte die US-Berichtssaison zum ersten Quartal. Von den Unternehmen aus dem S&P 500, die bis Ende Mai ihre Zahlen vorgelegt hatten, konnten 78 Prozent die Erwartungen der Analysten hinsichtlich der Gewinne schlagen, mit Blick auf die Umsätze lagen 63 Prozent über den Prognosen. Ein schwacher Monat war der Mai für US-Banken. Im Durchschnitt verloren sie 3,3 Prozent an Wert, das Minus bei Großbanken wie Goldman Sachs, J.P. Morgan oder Wells Fargo betrug jeweils mehr als 5 Prozent.

# Aktien

## Defensive Sektoren zuletzt wieder im Aufwind, insbesondere in Europa

Europa: Zyklische versus defensive Branchen, indexiert



Quelle: Bloomberg, Union Investment. Stand: 1. Juni 2017.

**Japan:** Im Mai setzte sich der Aufwärtstrend am japanischen Aktienmarkt mit einem Plus von 2,4 Prozent sowohl beim Index Nikkei 225 als auch beim marktbreiten Topix fort. Im internationalen Vergleich stellte dies im abgelaufenen Monat eine überdurchschnittliche Entwicklung dar. Trotz zuletzt guter Konjunkturdaten legten Werte aus den defensiven Sektoren Telekommunikation (Nippon Telegraph & Telephone: +11,3 Prozent) und Tabak (Japan Tobacco: +12,3 Prozent) spürbar zu. Im Gegenzug verzeichneten zyklische Werte aus den Branchen Automobil (Toyota Motor: -1,7 Prozent, Honda Motor: -3,6 Prozent) und Banken (Mitsubishi UFJ Financial Group: -2,6 Prozent, Sumitomo Mitsui Financial Group: -3,6 Prozent) moderate Kursverluste.

**Emerging Markets:** Die Börsen der aufstrebenden Volkswirtschaften verbuchten im Mai, gemessen am Index MSCI Emerging Markets ein Plus von 2,8 Prozent. Die regionalen Unterschiede waren jedoch groß. Kräftige Kursgewinne waren vor allem in Asien zu verzeichnen. Hier führte der koreanische Markt die Gewinnerliste an. Aktien aus Lateinamerika büßten hingegen ein. Als belastend erwies sich hier der Korruptionsskandal in Brasilien. Der dortige Aktienmarkt steht für einen Großteil der Marktkapitalisierung in der Region. Noch größere Verluste gab es bei osteuropäischen Aktien. Auch hier war jedoch die Kursentwicklung eines Landes maßgebend. Ein schwächerer Ölpreis zog die Notierungen in Russland mit nach unten. Trotz einer Verlängerung der Förderkürzungen durch Russland und die OPEC-Staaten gab der Ölpreis nach.

### Ausblick

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld und die damit verbundene Suche nach Rendite beflügeln weiterhin die Aktienmärkte. Der

## Aktienmärkte in den Schwellenländern weiter im Höhenflug trotz politischer Krise in Brasilien

Indexierte Wertentwicklung des MSCI Emerging Markets seit Anfang 2015



Quelle: Bloomberg, Union Investment. Stand: 31. Mai 2017.

bessere globale Konjunkturausblick und die damit einhergehende höhere Nachfrage in vielen Branchen hellen das Gewinnbild deutlich auf. Nach Jahren mit einem niedrigen Gewinnwachstum erwarten wir für 2017 in allen Regionen eine Gewinnsteigerung. Die Berichtssaison für das erste Quartal lief so gut wie seit Jahren nicht mehr.

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 Gewinnrevisions von Unternehmen aus dem Euroraum eine Trendwende vollzogen. In der Eurozone hat sich das Verhältnis von positiven zu negativen Gewinnrevisions in den vergangenen Monaten spürbar verbessert.

Weiter steigende Rohstoffpreise, die Belebung des Welthandels und bislang ausbleibende protektionistische Maßnahmen sprechen aus unserer Sicht zudem für die Aktienmärkte in den Schwellenländern. Zudem hat der US-Dollar zuletzt weiter an Wert verloren, was ebenfalls für die Region spricht.

Jene Sektoren, die sich unmittelbar nach der US-Wahl besonders gut entwickelten, haben ihre Vormachtstellung inzwischen verloren. Die sogenannten „Trump-Trades“ sind inzwischen rückabgewickelt, da sich zusehends Enttäuschung breit macht und Anleger Zweifel daran hegen, dass es in diesem Jahr noch zu einem Fiskalimpuls kommen wird. Wir favorisieren derzeit die Sektoren Gesundheit und IT. Skeptisch stehen wir hingegen Werten aus der Telekommunikationsbranche gegenüber.

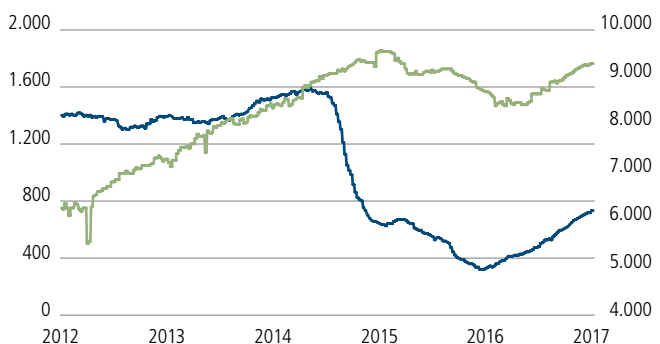
# Rohstoffe

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Auf Energierohstoffen lastet weiterhin eine steigende US-Produktion, die Zweifel an einem deutlich geringeren Angebot aufkommen lässt
- Auch eine Verlängerung der Produktionskürzungen durch die OPEC-Staaten half bisher nicht
- Das zu erwartende Nachfragewachstum in der zweiten Jahreshälfte stimmt uns jedoch unverändert optimistisch für die weitere Entwicklung beim Ölpreis
- Während Industriemetalle ebenfalls schwächer tendierten, trat Gold auf der Stelle
- Gemessen am Index MS RADAR ex. Agrar verloren Rohstoffe im Mai 1,3 Prozent an Wert

## US-Fördermenge nimmt weiter zu und bildet einen Gegenpol zu den Förderkürzungen der OPEC-Staaten

Anzahl der Öl-Bohrtürme und US-Wochenproduktion



■ Baker Hughes Rig Count (Anzahl) ■ US-Wochenproduktion (rechte Achse, Tausend Barrel/Tag)

Quelle: Datastream. Stand: 1. Juni 2017.

## Aktuelle Entwicklung

Im Energiesektor standen die Produktionskürzungen der OPEC im Mittelpunkt. Abseits des G20-Treffens in China sprachen sich bereits Saudi-Arabien und Russland für eine Verlängerung der Förderbegrenzung aus. Das Ziel der OPEC, die Lagerbestände auf das Niveau des fünfjährigen Durchschnitts zu bringen, wurde bislang nicht erreicht. Auf dem OPEC-Gipfel in Wien wurde dann letztlich eine Verlängerung um neun Monate beschlossen. Im Vorfeld waren die Erwartungen jedoch derart hoch gewesen, dass die bloße Verlängerung für Enttäuschung sorgte. Öl der Sorte Brent verlor daher im Mai sogar 3,1 Prozent an Wert.

Gold ging zunächst mit Verlusten in den Handelsmonat. Ein schwacher US-Dollar und diverse negative Schlagzeilen von US-Präsident Trump lösten dann jedoch eine Gegenbewegung aus. Zudem importierten die Zentralbanken von China und Indien große Mengen Gold, weshalb das Edelmetall gegenüber dem Vormonat letztlich unverändert aus dem Handel ging.

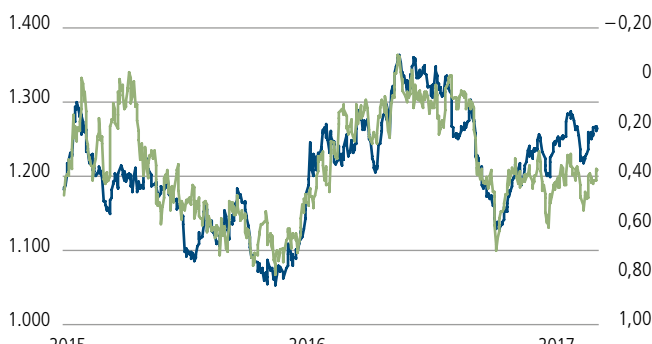
Rohstoffe	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz*
MS RADAR ex. Agrar	-1,3%	-0,5%	↑
MS RADAR Energie	-1,0%	-12,3%	↑
MS RADAR Edelmetalle	0,0%	10,7%	→
MS RADAR Industriemetalle	-2,9%	1,5%	→
Öl (Brent)*	-3,1%	-11,7%	↑
Gold*	0,1%	10,6%	→

\*Preisentwicklung in US-Dollar.

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

## Haupttreiber für den Goldpreis bleiben die US-Realzinsen und die Investorennachfrage

Goldpreis versus US-Realzins



■ Goldpreis in US-Dollar/Unze (linke Achse) ■ US-Realzins in Prozent (rechte Achse)

Quelle: Datastream. Stand: 6. Juni 2017.

## Ausblick

**Energie:** Aufgrund der positiven Konjunktorentwicklung gehen wir unverändert von einem Nachfragewachstum in diesem Jahr aus. Damit sollte der globale Ölmarkt am Jahresende trotz der Produktionsausweitung in den USA ein Angebotsdefizit aufweisen. Das dürfte zu einem Abbau der Lagerbestände führen. Wir gehen deshalb 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:** Nach starken Kurszuwächsen sehen wir derzeit eine Korrektur. Vorerst stellen wir uns daher bei Industriemetallen an die Seitenlinie.

**Edelmetalle:** Die größten Zuwächse erwarten wir bei den industrienahe Edelmetallen Platin, Silber und Palladium. Geopolitische Ereignisse (Syrien, Nordkorea) würden die Nachfrage nach Gold steigen lassen. Andere Risiken sehen wir jedoch nicht und auch vonseiten der Inflation gibt es momentan keinen Grund, zu Gold greifen zu müssen. Wir schätzen Edelmetalle daher neutral ein.

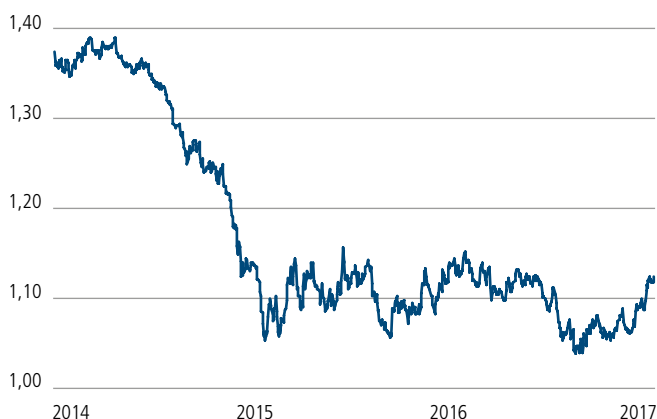
# Währungen

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Die Abwertung des US-Dollar hat sich im Mai fortgesetzt, nachdem weitere Zweifel an der Umsetzung von Trumps Vorhaben aufkamen
- Hierfür war jedoch auch der aufgrund guter Konjunkturdaten erstarkende Euro verantwortlich
- Derzeit sind die Rahmenbedingungen für viele Schwellenländer günstig, was auch ihre Währungen aufwerten lässt
- Großer Verlierer im Mai war der Brasilianische Real, der unter dem Präsident Temer drohenden Amtsenthebungsverfahren aufgrund eines Korruptionsskandals litt

## Enttäuschung über Trump lässt Euro aufwerten

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



Quelle: Thomson Reuters. Stand: 31. Mai 2017.

## Aktuelle Entwicklung

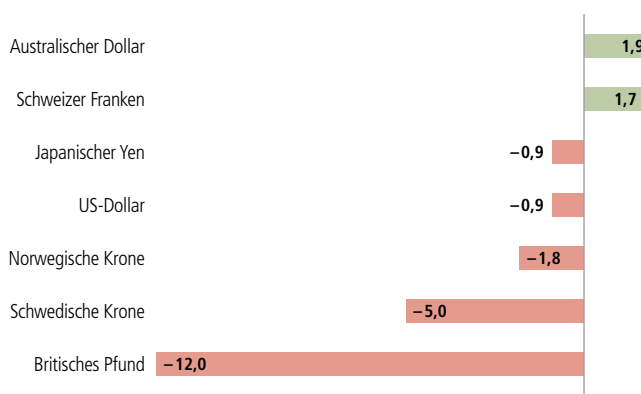
Der Euro konnte seine positive Entwicklung aus dem Vormonat fortsetzen und gegenüber den an den Devisenmärkten gehandelten Hauptwährungen weiter aufwerten. Dabei profitierte die Gemeinschaftswährung insbesondere vom Wahlsieg des französischen Kandidaten Macron. Neben den damit verminderten politischen Risiken in der Eurozone ist ein Teil der Euro-Aufwertung gegenüber dem US-Dollar auf die Politik der US-Administration zurückzuführen. Die Hoffnung, dass Trumps Vorhaben im Bereich der Steuer-, Investitions- und Handelspolitik dem Greenback Auftrieb verleihen, ist angesichts des teilweise chaotischen Vorgehens der amerikanischen Regierung gründlich zerplatzt. Auch gegenüber den meisten Schwellenländer-Währungen konnte der Euro Wertzuwächse verzeichnen. Sehr schwach tendierte in erster Linie der Brasilianische Real aufgrund der drohenden Amtsenthebung des brasilianischen Präsidenten.

Währungen gegenüber Euro	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz*
US-Dollar	-3,1%	-6,5%	➔
Britisches Pfund	-3,5%	-2,2%	➔
Japanischer Yen	-2,4%	-1,3%	➔
Schweizer Franken	-0,4%	-1,5%	➔

Quelle: Datastream. Stand: 31. Mai 2017.

## Britisches Pfund weiter unter Druck

Veränderung Wechselkurs zum Euro\*, in Prozent



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

Quelle: Bloomberg. Stand: 31. Mai 2017.

## Ausblick

In den USA macht sich zunehmend Ernüchterung breit. Die Bilanz nach den ersten Monaten von Donald Trump als US-Präsident fällt enttäuschend aus. Viele seiner Vorhaben konnten nicht umgesetzt werden. Inzwischen lässt sich dies auch am Devisenmarkt ablesen. Der US-Dollar verlor seit Jahresbeginn gegenüber dem Euro an Wert. 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 wir das Währungspaar Euro/US-Dollar trotz weiterer Zinserhöhungen in den USA seitwärts tendieren sehen.

Das Britische Pfund wird ein Spielball der Wahlen Anfang Juni und der Austrittsverhandlungen mit der Europäischen Union werden. Für die nächsten zwölf Monate erwarten wir daher eine volatile, letztlich aber seitwärts gerichtete Entwicklung.

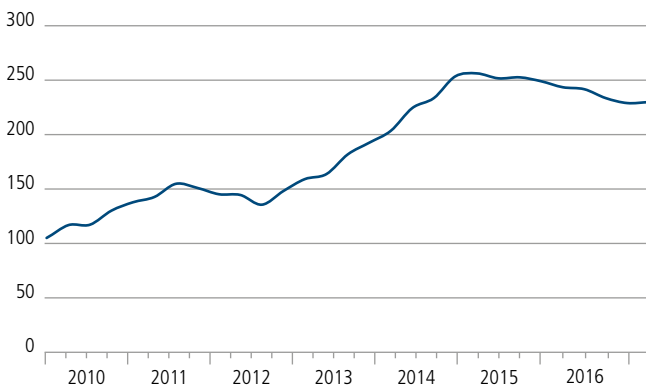
# Immobilien

## 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 fallen die Spitzenmieten im Bürobereich durch die Brexit-Entscheidung
- Die US-amerikanischen Büromärkte zeigen weiter Mietpreiswachstum, das sich perspektivisch etwas abschwächen wird
- Das Mietpreiswachstum in Asien/Pazifik wird vor allem durch die sehr positive Entwicklung in Sydney getragen. Auch der Ausblick für Sydney bleibt positiv

## Entwicklung des Transaktionsvolumens in Europa

Rollierender 12-Monats-Durchschnitt, in Milliarden Euro



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

## Aktuelle Entwicklung

Die noch immer niedrigen Finanzierungskosten und das zu beobachtende Mietpreiswachstum auf vielen europäischen Immobilienmärkten führten dazu, dass die Nachfrage nach europäischen Gewerbeimmobilien nach wie vor hoch ist. In Europa lag das Transaktionsvolumen für Gewerbeimmobilien am Ende des ersten Quartals 2017 bei 48 Milliarden Euro und somit 2 Prozent über dem Ergebnis des Vorjahresquartals. Von den europäischen Immobilienmärkten schaffte es im ersten Quartal 2017 London – trotz der Verunsicherung infolge des Brexit-Votums – auf Platz 1 der globalen Top 10, die ansonsten vor allem von den amerikanischen Standorten dominiert wurden. In London wurden in den ersten drei Monaten des Jahres 2017 Gewerbeimmobilien im Wert von rund 7,6 Milliarden Euro gehandelt, knapp 40 Prozent mehr als im entsprechenden Vorjahreszeitraum.

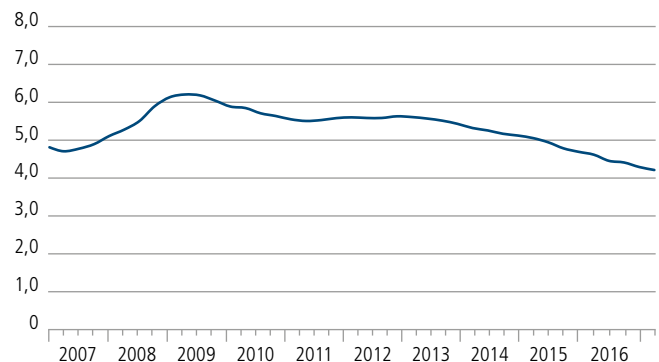
Im Fokus der Immobilieninvestoren standen Gewerbeimmobilien in Großbritannien, Deutschland und Frankreich. Auf diese drei Länder entfielen zusammen fast 60 Prozent des gesamten europäischen Transaktionsvolumens. Weitere bedeutsame europäische

Büromieten*	Veränderung zum Vorquartal		Veränderung zum Vorjahr		Tendenz*
Deutschland	0,7 %	■	5,3 %	■	↑
Europa (ohne Deutschland)	0,6 %	■	3,5 %	■	↑
USA	1,0 %	■	3,1 %	■	↑
Asien/Pazifik	1,3 %	■	4,1 %	■	↑

\*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. März 2017. Daten werden quartalsweise aktualisiert.

## Entwicklung der Büroanfangsrenditen in Europa

Durchschnitt, in Prozent\*



\*Durchschnitt der zwölf größten europäischen Büromärkte.  
Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 31. März 2017.

Investitionsstandorte waren im ersten Quartal 2017 Spanien, Schweden, die Niederlande, Italien und Norwegen. In diesen Ländern lag das Transaktionsvolumen in den ersten drei Monaten des Jahres 2017 zwischen 1,8 und 2,9 Milliarden Euro. Auch wenn die Investoren weiterhin vor allem an Core-Immobilien interessiert sind, weichen sie aufgrund der eingeschränkten Verfügbarkeit von langfristig vermieteten Objekten in guten Lagen derzeit auch auf andere Risikoklassen und/oder alternative Nutzungsarten aus.

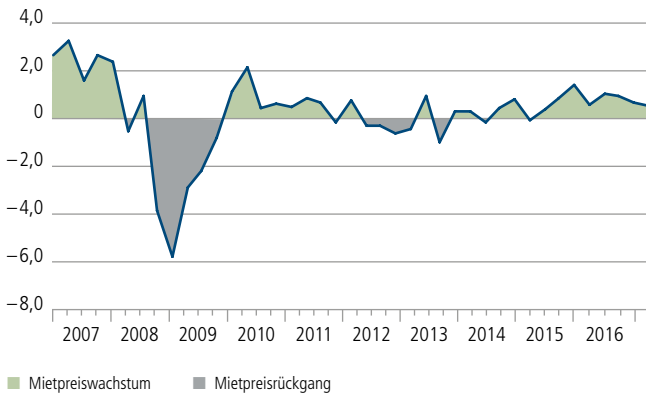
Vor dem Hintergrund der hohen Nachfrage nach Büroimmobilien und den daraus resultierenden Preissteigerungen sind die Anfangsrenditen für Büroimmobilien nochmals spürbar gefallen. Im Durchschnitt der zwölf wichtigsten europäischen Bürostandorte sind sie im Jahresvergleich um 40 Basispunkte auf 4,2 Prozent zurückgegangen. Mit Werten zwischen 3,0 und 5,0 Prozent liegt das Niveau der Anfangsrendite an allen Standorten zum Teil deutlich unter den letzten Rekordwerten aus dem Jahr 2007.

Die vielfach robuste konjunkturelle Entwicklung in den europäischen Staaten hat dazu beigetragen, dass die Unternehmen wieder positiver in die Zukunft schauen und auch wieder mehr

# Immobilien

## Quartalsweise Veränderung der Bürospitzenmiete in Europa

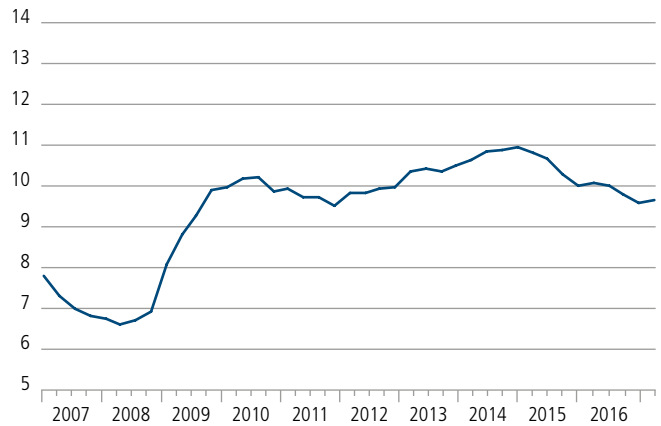
Durchschnitt, in Prozent\*



\* Durchschnitt der zwölf größten europäischen Büromärkte.  
Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 31. März 2017.

## Entwicklung der Leerstandsquote in Europa

Durchschnitt, in Prozent\*



\* Durchschnitt der zwölf größten europäischen Büromärkte.  
Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 31. März 2017.

Bürofläche anmieten. Dies zeigte sich in der Entwicklung der Vermietungsleistung, die gegenüber dem ersten Quartal des Vorjahres um etwa 8,4 Prozent stieg. Da das Fertigstellungsvolumen auf einigen Märkten noch immer relativ gering ist, fiel die Leerstandsrate im Durchschnitt der zwölf Bürostandorte im Jahresvergleich um rund 40 Basispunkte und lag Ende März 2017 bei 9,7 Prozent. Entgegen dem Trend entwickelten sich vor allem Helsinki, London und Madrid, wo die Leerstandsrate infolge zahlreicher Fertigstellungen um Werte zwischen 140 und 240 Basispunkte stieg. Auch in Luxemburg, Mailand und Warschau erhöhte sich die Leerstandsrate um 40 bis 80 Basispunkte, da vermehrt Büroflächen fertiggestellt wurden.

Die hohe Nachfrage nach Büroflächen spiegelte sich auch in der Entwicklung der Mieten wider. Im Durchschnitt der zwölf wichtigsten europäischen Bürostandorte stiegen sie im Vergleich zum Vorjahresquartal um 3,5 Prozent. Am deutlichsten erhöhten sich die Mieten in Amsterdam, Madrid und Stockholm, wo sie zwischen 7,3 und 20,8 Prozent stiegen. Nur in London war bedingt durch die spürbare Vergrößerung des Angebots und die Unsicherheiten infolge des Brexit-Votums ein Mietpreisrückgang um 8,3 Prozent zu verzeichnen.

## Ausblick

Vor dem Hintergrund des noch immer niedrigen Zinsniveaus und der robusten Konjunkturaussichten wird die Nachfrage nach Gewerbeimmobilien in Europa voraussichtlich auch in den nächsten Quartalen hoch bleiben. Dazu trägt auch der weiterhin starke US-Dollar bei, der auch künftig weitere Investoren aus den USA anziehen könnte. Darüber hinaus dürfte sich auch die Herkunft der Investoren geografisch weiter diversifizieren. Neben den schon heute stark vertretenen Investoren aus den USA, kauften in den vergangenen zwölf Monaten vor allem Investoren aus anderen europäischen Ländern und Asien Immobilien in Europa. Die geringe Produktverfügbarkeit, insbesondere im Portfoliobereich, und das sehr hohe Preisniveau, das nicht mehr von allen Investoren uneingeschränkt akzeptiert wird, wird aber voraussichtlich dazu führen, dass das hohe Niveau des Transaktionsvolumens der vergangenen beiden Jahre nicht mehr ganz erreicht wird. Die hohe Investoren-Nachfrage nach erstklassigen Immobilien in den Toplagen der europäischen Metropolen wird voraussichtlich weiterhin auf ein relativ geringes Angebot an entsprechenden Investitionsobjekten treffen. Der Wettbewerbsdruck unter den Investoren dürfte sich daher weiter erhöhen, was in Europa vielfach zu weiter steigenden Immobilienpreisen führen dürfte.



## 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:  
**8. Juni 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)