



**„Wir erwarten für 2019 ein Gewinnwachstum in den USA und Europa von nur noch 6 Prozent. Das ist deutlich weniger als in den letzten beiden Jahren und vor allem weniger als die Analysten im Durchschnitt erwarten. Die Marktteilnehmer korrigieren gerade ihre Erwartungen.“**

**Michael Herzum**, Leiter Macro & Strategy & UIC Manager



## **November 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

Der aktuelle Konjunkturzyklus dauert in den USA bereits 113 Monate. Das ist der zweitlängste Wert seit dem Zweiten Weltkrieg. Wichtige volkswirtschaftliche Kennzahlen zeigen, dass sich die USA als Leitökonomie der Weltwirtschaft in einer späten Phase des Aufschwungs befinden. Zwar sind die Fundamentaldaten auch jüngst weiter gut. Aber dennoch wird die Frage immer lauter gestellt: Wie lange trägt das Umfeld noch? Diese wachsende Unsicherheit ist ein wesentlicher Grund für die derzeitige Nervosität der Märkte.

Wir sind dennoch nicht der Meinung, dass die jüngsten Turbulenzen an den Aktienmärkten bereits das Ende des Konjunkturzyklus einläuten. Auch ein scharfer Einbruch bei Risikoanlagen wird nicht erwartet. Das Umfeld und die Konjunktur tragen also noch. Aber: Die Bedingungen sind schwieriger geworden und die Unsicherheitsfaktoren nehmen zu, gerade im derzeitigen spätzyklischen Stadium. Schnelle, harte Ausschläge in die eine oder andere Richtung werden damit wahrscheinlicher. Anlageentscheidungen müssen diese Umfeldveränderungen berücksichtigen – sowohl ihrem Inhalt als auch der Frequenz nach. Im Nachgang zur regulären Sitzung am 23. Oktober haben wir auf einem außerordentlichen Treffen am 2. November beschlossen, die Aktienquote weiter aufzustocken. Mit der wachsenden Risikoaversion hatte sich der überwiegende Teil der Marktteilnehmer defensiver positioniert. Viele Investoren haben sich auf eine sich eintrübende Konjunktur und rückläufige Gewinne eingestellt. Die Märkte sind daher stark überverkauft. Kaufsignale – sei es aus konjunktureller oder politischer Sicht – könnten deshalb zu einer Gegenbewegung führen. Angesichts der voranschreitenden Berichtssaison zeichnet sich ab, dass die Gewinnsorgen vieler Investoren zwar nicht unberechtigt, aber überzogen waren.

Auch mit Blick auf den Handelsstreit zwischen den USA und China gibt es Anzeichen für eine Entspannung. Nach einem Telefonat mit dem chinesischen Staatspräsidenten Xi Jinping hat US-Präsident Trump Medienberichten zufolge sein Kabinett angewiesen, einen Vertragsentwurf für eine mögliche Handelskooperation mit China zu entwerfen. Nachdem die Märkte zuletzt eher von einer weiteren Eskalation statt einer Annäherung ausgegangen waren, führte die Nachricht zunächst zu einer Entspannung. Noch kann zwar von keiner Lösung der Handelsstreitigkeiten gesprochen werden. Klar ist aber: Sollte sich mit dem Näherrücken des offiziellen Austauschs zwischen Xi und Trump am 20. November (im Vorfeld des G20-Treffens am 30. November in Argentinien) ein Durchbruch bei den Verhandlungen abzeichnen, wäre das ein Fingerzeig für die Märkte. Angesichts der Neubewertung der Risikofaktoren hält das Union Investment Committee (UIC) eine Anhebung der allgemeinen Risikoausrichtung (Änderung des „RoRo“-Meters von 3 auf 4) für gerechtfertigt.

## Die wichtigsten weiteren Ergebnisse

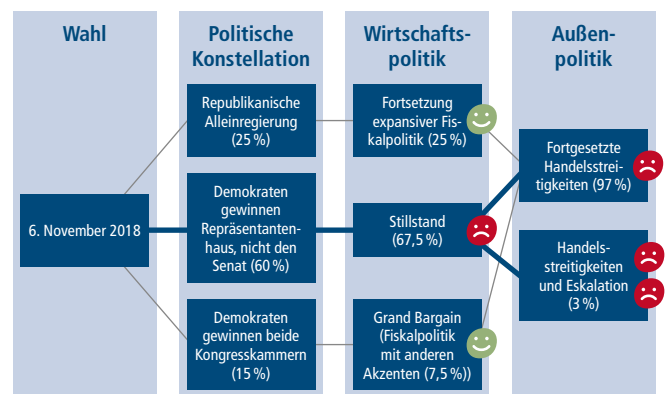
**Konjunktur und Wachstum:** Die Unterschiede zwischen den USA und dem Rest der Welt sind weiterhin beträchtlich. Zwar gibt es

auch in den Vereinigten Staaten vereinzelt Sektoren mit sich abzeichnenden Problemen. Insbesondere zinsensible Branchen wie etwa der Immobiliensektor oder die Autobranche weisen erste, vorsichtige Schwächezeichen auf. Alles in allem ist der konjunkturelle Zustand der USA jedoch weiter robust. Im Euroraum fallen die Zahlen schwächer aus, gleichwohl haben sich auch hier die Frühindikatoren wieder gefangen. Fragen wirft hingegen das Wachstum in China auf, das sowohl unter externen (Stichwort: Handelsstreit) als auch hausgemachten Problemen leidet. Die Pekinger Führung hat das erkannt und Gegenmaßnahmen eingeleitet. Bislang war sie damit meist erfolgreich. Insofern ist das chinesische Wachstum etwas schwieriger einzuschätzen, eine deutliche Eintrübung ist für den Moment jedoch nicht erkennbar.

**Renten:** Bei US-Schatzanweisungen ist angesichts weiter steigender US-Leitzinsen von unverändert anziehenden Renditen auszugehen. Für die nächsten rund zwölf Monate erwarten wir eine Fortsetzung des Trends der letzten Monate bis auf einen Wert von etwa 3,4 Prozent für Papiere mit zehnjähriger Laufzeit. Danach dürften die Renditen – im Einklang mit einer erwarteten Erhöhungspause der Fed – wieder etwas nachgeben. Auch in Europa weisen Konjunktur und Geldpolitik tendenziell in Richtung anziehender Renditen. Allerdings steht hier die politische Unsicherheit (Italien) dem Anstieg entgegen. Die Renditen bei zehnjährigen Bundesanleihen sollten auf Jahresfrist bis auf 0,9 Prozent klettern.

**Aktien:** Nachdem knapp 75 Prozent der US-Unternehmen ihre Bücher geöffnet haben, stellt sich die Lage in den USA – zumindest mit Blick auf die Gewinnentwicklung – sogar überdurchschnittlich gut dar. Eine nur leichte Verbesserung der Marktstimmung dürfte auch hier zu einer Gegenbewegung führen – zumal die mit dem nahenden Ende der Berichtssaison wieder verstärkt einsetzenden Aktienrückkäufe der Unternehmen zusätzlich stützen dürften.

## Ende der republikanischen Alleinregierung Politisches Patt – fortgesetzte Handelsstreitigkeiten jedoch wahrscheinlich



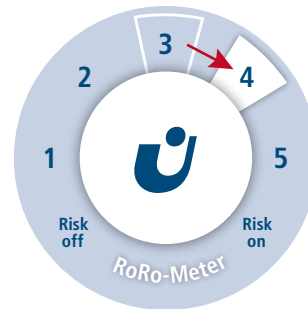
Quelle: Union Investment. Stand: 7. November 2018.

# Die Märkte im Überblick

## Unsere aktuelle Risikoeinschätzung

- Der Kapitalmarkt befindet sich in einer spätzyklischen, von den Fundamentaldaten losgelösten Korrektur
- In unseren Augen ist der Zyklus jedoch noch nicht zu Ende. Hierfür sprechen verbesserte Frühindikatoren im Euroraum und Stimulusmaßnahmen in China
- Die Berichtssaison ist in den USA gut angelaufen. Gute Ergebnisse werden aber kaum honoriert
- Politische Risiken haben weiterhin einen großen Einfluss
- Unsere allgemeine Risikoeinschätzung („RoRo“-Meter) erhöht sich von Stufe 3 (neutral) auf Stufe 4 (leicht offensiv)

## „RoRo“-Meter



Quelle: Union Investment. Stand: 2. November 2018. Letzte Änderung von 3 auf 4 am 2. November 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:** Eine zu erwartende Erholung am Aktienmarkt dürfte mit steigenden Renditen einhergehen und lässt Staatsanleihen aus Kerneuropa weniger attraktiv erscheinen
- **Aktien:** Fundamentale Probleme in einzelnen Sektoren, nicht jedoch in der Breite. Bislang gute Berichtssaison und bald wieder anziehende Aktienrückkäufe in den USA
- **Währungen:** Der US-Dollar dürfte bis zum Jahresende leicht schwächer tendieren. Das Zwillingsdefizit sollte stärker belasten, als die Zinsdifferenz unterstützt
- **Rohstoffe:** Von besseren Daten aus China dürften vor allem Industriemetalle profitieren
- Am Geldmarkt bleibt das Bild unverändert. Die Zinssätze liegen weiterhin nahe null, sodass das Halten von **Kasse** nicht sinnvoll ist
- **Absolute-Return-Strategien** bewerten wir neutral
- Für **Immobilien** hat sich der Ausblick für Asien/Pazifik verbessert, während sich die Perspektive für die USA leicht eingetrübt hat

## 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: 2. November 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: 30. Juni 2018. Einschätzung ist bis zum 31. Oktober 2018 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	Großbritannien	Euroraum	USA	Japan	China
2017	2,5 %	1,7 %	2,5 %	2,2 %	1,7 %	6,9 %
2018	1,7 %	1,3 %	1,9 %	2,8 %	0,9 %	6,5 %
2019	1,7 %	1,6 %	1,7 %	2,5 %	1,7 %	6,3 %

Inflation	Deutschland	Großbritannien	Euroraum	USA	Japan	China
2017	1,6 %	2,7 %	1,5 %	2,1 %	0,5 %	1,6 %
2018	2,0 %	2,6 %	1,8 %	2,5 %	1,0 %	2,1 %
2019	2,0 %	2,5 %	2,3 %	2,4 %	1,2 %	2,0 %

10-Jahres-Renditen	Deutschland	USA	Leitzinsen	Euroraum	USA
Aktueller Stand*	0,4 %	3,2 %	Aktueller Stand*	0,00 %	2,00–2,25 %
In 3 Monaten	0,7 %	3,2 %	In 3 Monaten	0,00 %	2,25–2,50 %
In 12 Monaten	0,9 %	3,4 %	In 12 Monaten	0,00 %	3,00–3,25 %

Aktien	DAX 30	EURO STOXX 50	S&P 500	Nikkei 225
Aktueller Stand*	11.500	3.220	2.720	21.900
In 3 Monaten	12.300	3.400	2.900	23.000
In 12 Monaten	12.500	3.450	2.950	23.500

Rohstoffe	Gold	Öl (Brent)	MS RADAR ex. Ag.
Aktueller Stand*	1.230	73	152
In 3 Monaten	1.275	75	157
In 12 Monaten	1.350	78	166

Währungen	Euro/US-Dollar	Euro/Britisches Pfund	Euro/Japanischer Yen	Euro/Schweizer Franken
Aktueller Stand*	1,14	0,87	129	1,14
In 3 Monaten	1,22	0,88	130	1,16
In 12 Monaten	1,22	0,88	136	1,20

Immobilienrenditen**	Deutschland	Europa (ex. Deutschland)	USA	Asien/Pazifik
30. September 2018	3,1 %	3,9 %	4,7 %	4,3 %
30. September 2019	3,0 %	3,8 %	4,8 %	4,3 %

\* Stand: 31. Oktober 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.

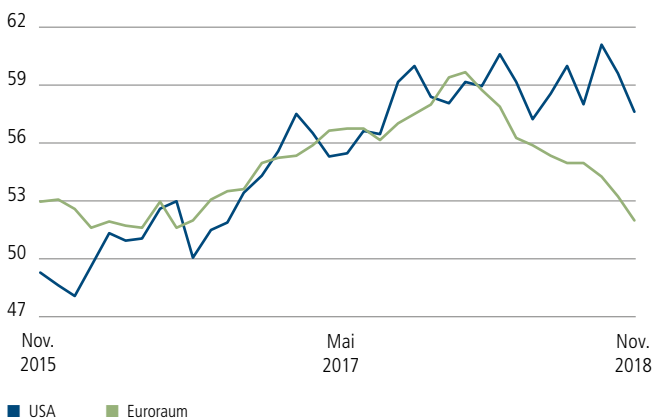
# Konjunktur

## Unsere Einschätzung in Kürze

- In den vergangenen Handelswochen sorgten sich Anleger, dass angesichts leicht schwächerer Konjunkturdaten eine Rezession bevorstehen könnte
- Hiervon sind wir aber noch weit entfernt, die Daten sind besser als die Lage
- Kurzfristig ist kein Ende des Zyklus zu erwarten
- Die Berichtssaison in den USA ist sehr gut angelaufen, in Europa verlief der Start hingegen durchwachsen
- In den kommenden Wochen bleiben die politischen Risiken hoch
- Die großen Notenbanken beschreiben die konjunkturelle Entwicklung als unverändert robust und dürften vorerst bei ihrer Strategie bleiben

## Stimmung der Einkaufsmanager trübt sich ein – Europa schwach

Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe, in Punkten



Quelle: Thomson Reuters Datastream. Stand: 2. November 2018.

## Aktuelle Entwicklung

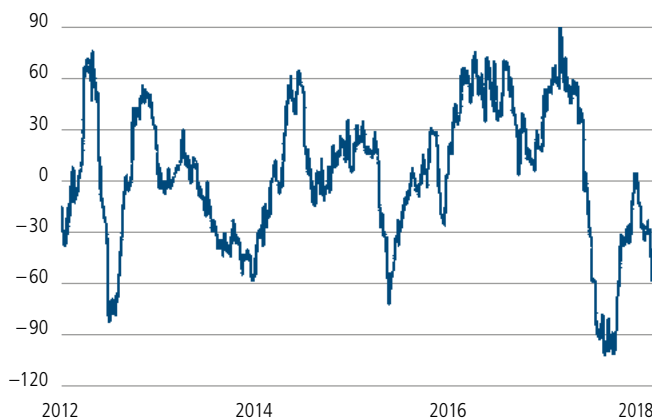
**Euroraum:** Im Oktober kamen auch im Euroraum Konjunktursorgen auf. Der Zyklus ist inzwischen recht weit fortgeschritten und Anleger fürchten daher eine baldige Abschwächung. Einige der veröffentlichten Wirtschaftsdaten fielen zwar in der Tat etwas schwächer aus, die Lage ist aber wesentlich besser als die Stimmung. Die Auftragsbücher der Unternehmen sind noch gut gefüllt und auch die Verbraucher signalisieren weiterhin ihre Kaufbereitschaft. Das dritte Quartal konnte aber mit den Zuwächsen vom Vorquartal nicht mithalten. So schwächte sich das Wachstum im Euroraum auf annualisierter Basis von 2,1 auf 1,7 Prozent ab. Ein Wert, der zwar schwächer, aber von einer Rezession weit entfernt ist. Mit Blick auf die Inflation zog die Teuerung im Oktober leicht an. Die Kerninflationsrate lag zuletzt bei 1,1 Prozent nach 0,9 Prozent im September.

Konjunktur	Aktuell	Vor 1 Monat	Vor 3 Monaten	Vor 6 Monaten
ifo Geschäftsklimaindex	102,8	103,7	101,8	102,3
EU-Einkaufsmanagerindex	52,7	54,1	54,3	55,1
Inflation Euroraum	2,2	2,1	2,1	1,3
ZEW-Erwartungen Euroraum	-19,4	-7,2	-18,7	1,9
US-Einkaufsmanagerindex (ISM)	54,9	53,9	55,7	54,9
US-Einzelhandelsumsätze	0,1	0,1	0,2	0,7
US-Arbeitsmarkt (nfp)*	250,0	118,0	165,0	175,0
Inflation USA	2,3	2,7	2,9	2,4

\* nfp steht für „non-farm payrolls“ (Stellenänderung in der US-Privatwirtschaft).  
Quelle: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg. Stand: 31. Oktober 2018.

## Wachstumsdynamik im Euroraum lässt weiter nach

Citigroup Economic Surprise Index (CESI) für die Eurozone, in Punkten



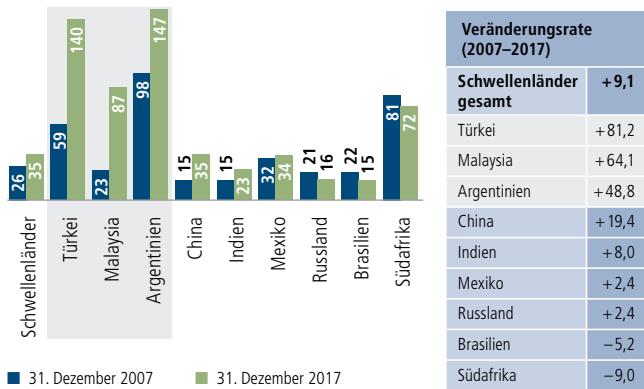
Quelle: Thomson Reuters Datastream, Markit. Stand: 31. Oktober 2018.

**USA:** In den USA kamen Befürchtungen hinsichtlich einer starken konjunkturellen Abschwächung auf. Seit dem Sommer hat die Wachstumsdynamik zwar etwas abgenommen, Anleger dürfen aber nicht vergessen, dass wir uns zuvor auf einem sehr hohen Niveau befanden. Auch im dritten Quartal wuchs die US-Wirtschaft um beachtliche 3,5 Prozent auf annualisierter Basis. Die jüngsten Daten aus dem Immobilienmarkt haben deutlich enttäuscht. Demgegenüber steht aber ein hohes Verbrauchervertrauen mit entsprechenden Konsumausgaben. Wir sind also noch weit davon entfernt, in eine baldige Rezession abzudriften. Die US-Unternehmen verdienen weiterhin gut, was die jüngsten Quartalszahlen unterstrichen. Anhaltende Diskussionen um Strafzölle lasten aber auf der Stimmung und lassen die Firmenchefs vorsichtiger in die Zukunft schauen.

# Konjunktur

## Schwellenländer: Auslandsverschuldung insgesamt moderat gestiegen

Auslandsverschuldung im Verhältnis zu Reserven (ohne Gold), in Prozent



Quelle: BofA Merrill Lynch, IIF, World Bank, CEIC. Stand: 31. Oktober 2018.

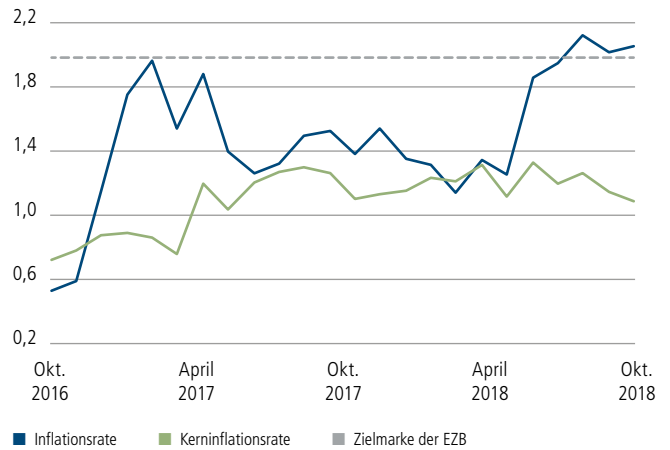
## Ausblick

**Konjunktur:** Die vergangenen Handelswochen waren von Sorgen um die weitere konjunkturelle Entwicklung geprägt. Anleger befürchteten, dass eine mögliche Rezession bevorstehen könnte. In den USA dauert der Aufschwung inzwischen 113 Monate an. Wir befinden uns daher in einer sehr reifen Phase des Konjunkturzyklus. Perspektivisch dürfte es sicherlich schwer werden, die hohen Zuwachsraten aus dem Sommer noch einmal zu erreichen. Dennoch ist es wichtig zu bedenken, dass sich die Weltwirtschaft noch immer in einer robusten Verfassung befindet. Die aktuelle Lage ist also wesentlich besser als die Stimmung. Stimmung, die sich vor allem wegen des anhaltenden Handelsstreits verschlechtert.

So ist die Furcht vor einer weiteren Eskalation längst zu einer Belastung geworden. In der Diskussion um das US-Handelsbilanzdefizit werden immer wieder neue Strafzölle angedroht, verabschiedet und mit Vorschlägen für Gegenmaßnahmen von den betroffenen Staaten beantwortet. Inzwischen ist ein durchaus spürbarer Umfang erreicht. Sollte sich die Entwicklung weiter hochschaukeln, könnte dies einen erheblich negativen Effekt auf das globale Wirtschaftswachstum haben. Der Welthandel reagiert hierauf schon jetzt sehr verschupft, aus Angst vor dem, was da noch kommen könnte. Hierunter leiden derzeit besonders stark die aufstrebenden Volkswirtschaften. Von Handelsbeschränkungen gegen China sind auch die asiatischen Nachbarländer betroffen. China selbst treibt unverändert den Umbau seiner Wirtschaft voran, was nicht immer friktionsfrei verlaufen dürfte. Neben diesen mittelfristigen Aufgaben gilt es, die hohe Verschuldung im Unternehmenssektor im Blick zu behalten. Sie ist zu einem erheblichen Risiko für die konjunkturelle und finanzielle Stabilität des Landes geworden.

## Kaum Inflationsdruck im Euroraum

Inflationsentwicklung im Euroraum, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream. Stand: 31. Oktober 2018.

An der Spitze der entwickelten Volkswirtschaften stehen weiterhin die USA, die vor allem vom inländischen Konsum profitieren. Viele US-Firmen erwirtschaften einen Großteil ihrer Umsätze im Inland, sodass die US-Wirtschaft vom Handelsstreit weitaus weniger belastet wird als andere Regionen. Für Rückenwind sorgen in den USA auch noch immer die Nachwirkungen der US-Steuerreform. In Europa hat sich das Tempo in diesem Jahr etwas verlangsamt. Doch auch wenn das Wachstum in diesem Jahr nicht so hoch ausfallen dürfte wie in den USA, hinterlässt die europäische Wirtschaft dennoch einen robusten Eindruck. Diverse politische Themen haben aber gezeigt, dass es zunehmend schwierig wird, die unterschiedlichen Interessen der Währungsgemeinschaft zu einen. Alleingänge und Blockaden könnten die Schlagkraft der Europäer mittelfristig schwächen. Damit fallen die Wachstumsraten global gesehen auch weniger synchron aus als noch zu Jahresbeginn.

**Inflation:** Handelskonflikte haben üblicherweise stagflationäre Effekte zur Folge. Die Preise steigen (durch Zölle) und das Wachstum schrumpft (durch Effizienzverluste). Für die USA, wo entsprechende Maßnahmen mittlerweile bereits implementiert sind, lässt sich diese Konsequenz aber noch nicht nachweisen. Warum? Die Antwort auf diese Frage liegt in China. Die Währungsabwertung des Yuan hat einen Teil der Trump'schen Zölle kompensiert. Zudem haben chinesische Unternehmen ihre Exportpreise für die USA kaum verändert. Bei gleichzeitig ansteigenden Preisen für Importe nach China bedeutet das nichts anderes als eine Margenreduktion für Corporate China – zum Wohle des US-Verbrauchers.

# Geldpolitik

## Unsere Einschätzung in Kürze

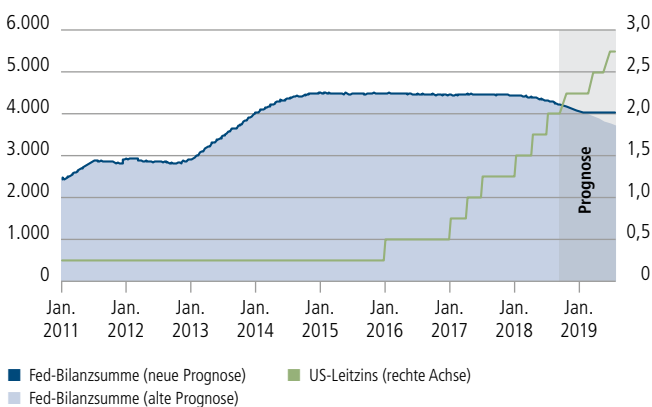
- Die US-Notenbank agiert weiterhin auf Autopilot und hält an ihrem Zinspfad fest. Wir rechnen in den nächsten vier Quartalen mit vier weiteren Zinsanhebungen. Danach könnte die Fed eine Pause einlegen
- Beim erst kürzlich gestarteten Bilanzabbau der US-Notenbank treten erste Probleme auf. Womöglich muss die Fed bald pausieren
- Seit Oktober hat die EZB ihr Ankaufprogramm erneut halbiert
- Global gesehen wird die Geldpolitik zunehmend restriktiver, insbesondere in den Schwellenländern

Geldpolitik	Aktuell	Vor 1 Monat	Vor 3 Monaten	Vor 6 Monaten	Tendenz*
Leitzins Euroraum	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	➔
Leitzins USA	2,25 %	2,25 %	2,00 %	1,75 %	⬆
Leitzins Japan	-0,07 %	-0,06 %	-0,07 %	-0,07 %	➔
Leitzins Großbritannien	0,75 %	0,75 %	0,50 %	0,50 %	➔
3-Monats-EURIBOR	-0,32 %	-0,32 %	-0,32 %	-0,33 %	➔
Ankaufprogramm der EZB (QE) in Mrd. Euro	2.548,62	2.532,10	2.487,02	2.402,35	⬇

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

## Fed weiter auf Zinserhöhungspfad – vorzeitiges Ende des Bilanzabbaus?

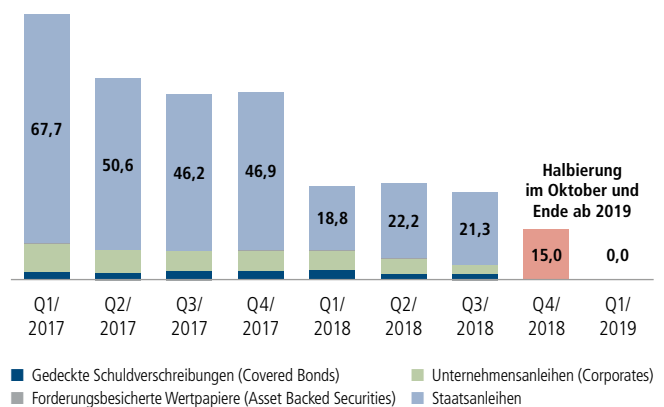
Fed-Bilanzsumme, in Milliarden US-Dollar



Quelle: Macrobond, Bloomberg, Union Investment. Stand: 31. Oktober 2018.

## EZB: Ende des Ankaufprogramms steht bevor

Veränderung des Kaufvolumens, monatliche Durchschnittswerte, in Milliarden Euro



Quelle: Bloomberg. Stand: 31. Oktober 2018.

## Aktuelle Entwicklung

Die Europäische Zentralbank (EZB) änderte auf ihrer Sitzung im Oktober ihre geldpolitische Ausrichtung nicht. Die Beendigung des Anleihekaufprogramms wurde zum Jahresende in Aussicht gestellt, die Zentralbank verzichtete diesbezüglich aber auf eine formale Bestätigung. Draghi unterstrich auch dieses Mal die Erwartung einer fortlaufend guten Wachstumsdynamik in der Eurozone. Die jüngste Abschwächung bewertete er im Wesentlichen als Normalisierung, wobei die meisten Volkswirtschaften weiterhin über Trend wachsen würden. Die Binnennachfrage erweise sich als robust, während die Wachstumsbeiträge aus dem Außenhandel abnehmen sollten. Durch Unsicherheiten, unter anderem aufgrund des Handelskonflikts und der Turbulenzen in den Schwellenländern, bedürfe es aber weiterhin bedeutsamer geldpolitischer Unterstützung. Zusammengefasst war es eine neutrale Notenbanksitzung ohne relevante Änderungen.

## Ausblick

Im Durchschnitt halten die Mitglieder des US-Offenmarktausschusses von heute an bis Ende 2019 noch weitere 100 Basispunkte an geldpolitischer Straffung für angemessen. Dies hat sich gegenüber der letzten Sitzung mit Prognosen im Juni nicht geändert. Auch wir sind der Meinung, dass im Dezember ein und 2019 drei weitere Zinsschritte folgen werden.

Mit jeder Anhebung steigt aber auch die Gefahr, dass die Leitzinsen perspektivisch zu einer Belastung der Wirtschaft werden könnten. Die Fed wird daher versuchen, möglichst kontinuierlich (quartalsweise) weitere Erhöhungen vorzunehmen. Bevor die EZB die Leitzinsen in Gänze anhebt, dürfte sie zunächst die Angleichung des Einlagenzinses an den Hauptrefinanzierungssatz angehen. Die Differenz liegt hier zurzeit bei 40 statt 25 Basispunkten. Einen richtigen ersten Zinsschritt erwarten wir erst Ende 2019.



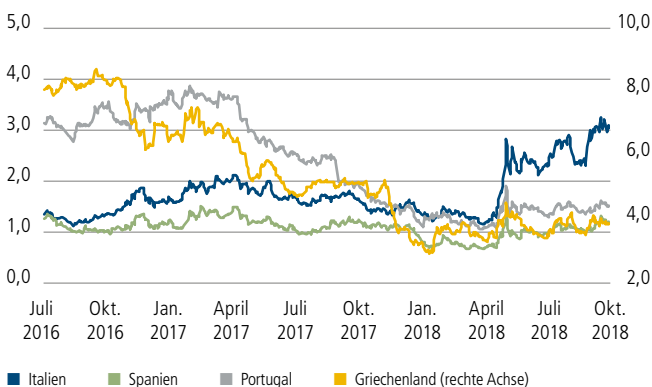
# Renten

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Angesichts der Turbulenzen an den Aktienmärkten legten auch die Rentenmärkte eine Achterbahnfahrt hin
- Mehrheitlich waren die Kursveränderungen auf Monatssicht letztlich aber gering
- Große Verlierer in einem über weite Strecken von einer höheren Risikobereitschaft geprägten Marktumfeld waren die Schwellenländer
- Unternehmensanleihen hielten sich dank guter Quartalszahlen recht stabil
- Für die kommenden Monate gehen wir von weiterhin leicht steigenden Renditen aus

## Italienische Staatsanleihen mit hoher Risikoprämie

Risikoaufschläge gegenüber zehnjährigen Bundesanleihen, seit 1. Juli 2016, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream. Stand: 31. Oktober 2018.

## Aktuelle Entwicklung

**USA:** Der Handel am US-Rentenmarkt war im Oktober von großen Schwankungen gekennzeichnet. Zunächst setzte sich der Renditeanstieg aus dem Vormonat noch fort. Hierfür waren vor allem Kommentare der US-Notenbank verantwortlich. Die Währungshüter bezeichneten die US-Wirtschaft als sehr robust und deuteten weitere Leitzinserhöhungen an. Zudem sorgten sich Anleger, ob sich die höheren Zölle nicht schon bald in höheren Preisen niederschlagen könnten. Doch schon kurze Zeit später setzte eine Korrektur an den Aktienmärkten ein. In diesem Umfeld funktionierte die negative Korrelation zwischen dem Aktien- und Rentenmarkt sehr gut. US-Papiere waren zwischenzeitlich als sicherer Hafen gefragt. Zum Monatsende nahm die Risikobereitschaft der Anleger dann aber wieder etwas zu. Am Ende dieser Achterbahnfahrt stand letztlich ein Minus. Gemessen am Index J.P. Morgan Global Bond US verloren US-Schatzanweisungen im Oktober 0,5 Prozent an Wert.

Renten <sup>1</sup>	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz <sup>2</sup>
Staatsanleihen Kerneuropa	0,5%	1,0%	↓
Covered Bonds	0,2%	0,0%	↓
Staatsanleihen Euro-Peripherie	-0,8%	-2,6%	→
Unternehmensanleihen IG	-0,2%	-0,7%	↓
Unternehmensanleihen HY	-0,9%	-0,5%	→
Staatsanleihen USA <sup>2</sup>	-0,5%	-2,3%	→
Staatsanleihen Schwellenländer <sup>3</sup>	-2,2%	-5,1%	→

<sup>1</sup> Rentenindizes in absteigender Reihenfolge: Intercontinental Exchange Bank of America Merrill Lynch (ICE BofA) Euro Gov. ex. PIIGS, ICE BofA ML Euro Covered Bond, ICE BofA ML Greece Ireland Italy Portugal & Spain Gov., ICE BofA ML Euro Corporate, ICE BofA 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: Thomson Reuters Datastream. Stand: 31. Oktober 2018.

## Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen – EZB-Rückzug bereits eingepreist

Investment-Grade-Unternehmensanleihen\*, Spread in Basispunkten



\* ICE BofAML Euro Corporate Index (ER00).

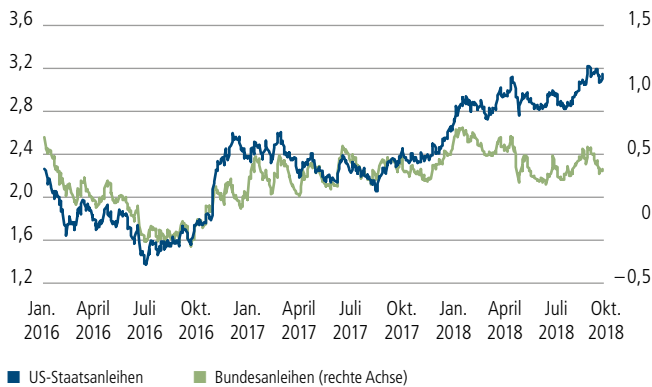
Quelle: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg. Stand: 31. Oktober 2018.

**Euroraum:** Investoren am Euro-Staatsanleihenmarkt blicken auf einen turbulenten Handelsmonat zurück. Zunächst kamen die Kurse stark unter Druck. Im weiteren Monatsverlauf sorgten die Befürchtungen vor einem womöglich bevorstehenden konjunkturellen Abschwung für hohe Kursverluste an den Aktienmärkten. In dieser Marktphase waren die als sicher geltenden Staatsanleihen aus den Kernländern gefragt und holten die zuvor erlittenen Verluste wieder vollständig auf. Als stützend erwiesen sich auch mehrheitlich enttäuschende Konjunkturdaten. Von den rückläufigen Renditen konnten Peripherieanleihen nur zum Teil profitieren, denn das Thema Italien blieb den Marktteilnehmern erhalten. Im Haushaltsstreit mit der Europäischen Union zeichnete sich kein Kompromiss ab. Die Aussicht auf eine demnächst noch stärker steigende Verschuldung trieb die Risikoaufschläge in die Höhe. Während die Kurse von Anleihen aus Portugal, Spanien und Griechenland weitgehend stabil blieben, kam es in Italien zu einem erneuten Renditeanstieg. Gemessen am iBoxx Euro Sovereign blieben Euro-Staatsanleihen im Vergleich zum Vormonat in Summe unverändert.

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

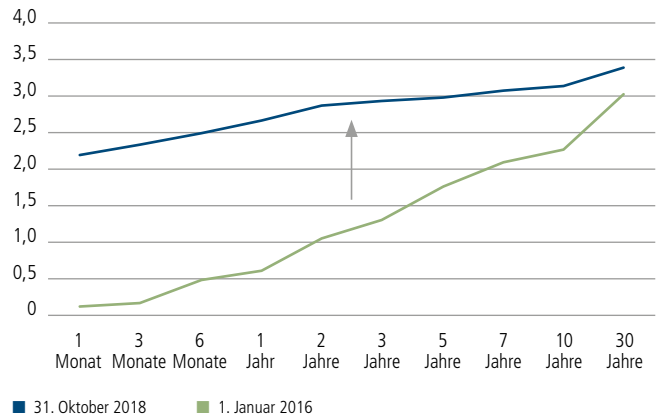
# Renten

## Hoher Transatlantikspreed hält unvermindert an Zehnjährige US-Treasuries gegenüber Bundesanleihen seit Januar 2016, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream. Stand: 31. Oktober 2018.

## Deutliche Verflachung in den USA Zinskurve im Vergleich, in Prozent



Quelle: Bloomberg. Stand: 31. Oktober 2018.

**Unternehmensanleihen:** Der starke Abverkauf an den Aktienbörsen belastete im Oktober die mit Risiko behafteten Anlageklassen und damit auch den Markt für Unternehmensanleihen. Die getübte Stimmung spiegelte sich auf Gesamtmarktebene (ICE BofA Merrill Lynch Euro Corporate, ER00) aber nur in einem leichten Minus von 0,2 Prozent wider. Die Unsicherheit drückte sich vor allem in anziehenden Risikoprämien (Spreads) aus, die sich um 7 auf 76 Basispunkte ausweiteten. Auf Einzeltitelebene war zu beobachten, dass hinsichtlich der Wertentwicklung die Streuung zwischen kreditwürdigen und weniger kreditwürdigen Unternehmen merklich zunimmt.

**Schwellenländer:** Die Achterbahnfahrt an den Märkten für Staatsanleihen hält an. Nach der Erholung im September ging es im Oktober wieder abwärts. Zwar entspannte sich die Lage bei den Wackelkandidaten, dafür lastete ein Mix aus schwachen Aktienmärkten, steigenden US-Renditen, deutlich nachgebenden Rohstoffpreisen (Brent-Öl: -8,2 Prozent) und wieder zunehmenden Sorgen um Chinas Wachstum auf der Entwicklung. So verloren auf US-Dollar und Euro lautende Staatspapiere aus den aufstrebenden Volkswirtschaften 2,2 Prozent an Wert (J.P. Morgan EMBI Global Div.). Auch die Risikoaufschläge weiteten sich wieder kräftig um 31 auf 366 Basispunkte aus.

### Ausblick

Die konjunkturelle Entwicklung in den USA ist trotz der jüngsten Sorgen nach wie vor positiv. Mit weiteren Zinserhöhungen seitens der US-Notenbank muss daher, unabhängig vom Bilanzabbau, gerechnet werden. Fallende Energiepreise stehen einem engen US-Arbeitsmarkt gegenüber, sodass sich der Inflationsdruck vor-

erst in Grenzen halten dürfte. Das aktuelle Niveau von über 3 Prozent ist für einige Anleger aber bereits wieder für Käufe interessant, weshalb sich der Anstieg in den kommenden Monaten wohl kaum fortsetzen dürfte. Auf Sicht der nächsten zwölf Monate erwarten wir, dass die Rendite zehnjähriger US-Schatzanweisungen bis auf 3,4 Prozent steigt.

Das Wachstum ist auch im Euroraum immer noch robust. Zudem ist die Binnennachfrage sehr solide. Vor dem Hintergrund einer weiter wachsenden Wirtschaft und einer Geldpolitik, die perspektivisch weniger expansiv sein dürfte, gehen wir im Euroraum von leicht anziehenden Renditen aus. Unsere Renditeprognose für zehnjährige Bundesanleihen auf Sicht von zwölf Monaten beträgt 0,9 Prozent.

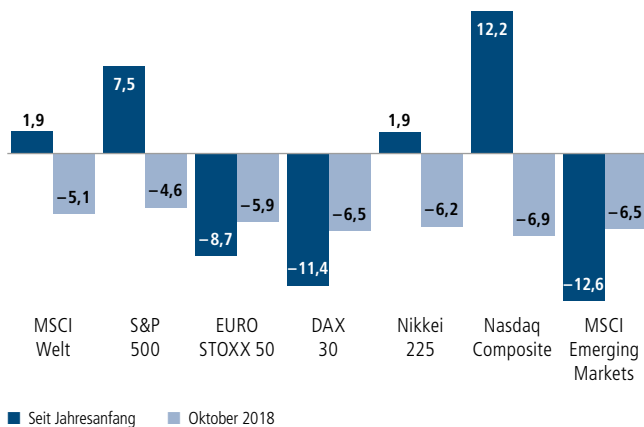
Die Rentenmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften (Emerging Markets) geraten zunehmend in schwieriges Fahrwasser. Handelsbeschränkungen seitens der USA sind längst zu einer Belastung für den Welthandel geworden. Die davon ausgehende negative Stimmung überlagert inzwischen die eigentlichen Unterstützungsfaktoren wie die zum Teil guten Fundamentaldaten, die hohen Rohstoffpreise und die Umsetzung von Reformen in einigen Ländern. In den letzten Wochen sind die US-Renditen deutlich über 3 Prozent für zehnjährige Papiere gestiegen. Auf diesem Niveau überlegen viele US-Investoren, ob die höheren Risiken in den Schwellenländer ausreichend entlohnt werden. Dementsprechend wurden dort vermehrt Mittel abgezogen. Wir gehen zwar nicht davon aus, dass der Druck hier anhält und die US-Renditen in dem Tempo weiter steigen. Das Umfeld dürfte aber volatil bleiben. Länderspezifische Risiken haben zudem immer wieder das Potenzial, den Gesamtmarkt zu belasten.

# Aktien

## Unsere Einschätzung in Kürze

- An den Aktienmärkten kam es – wieder einmal im Oktober – zu einer scharfen Korrektur. Nach Marktkapitalisierung gerechnet war es der stärkste Rückgang seit Jahren
- Der Abverkauf war ausschließlich stimmungsgetrieben, denn vielen Unternehmen geht es sehr gut
- Die Auftragsbücher sind gefüllt, insofern ist die Lage besser als die Stimmung
- In den USA ist die Berichtssaison zum dritten Quartal sehr gut angelaufen
- Im aktuellen Umfeld geben wir Aktien aus den Industrieländern den Vorzug vor Titeln aus den Schwellenländern

## Schwacher Oktober bringt Kursverluste auf breiter Front Wertentwicklung verschiedener Aktienindizes, in Prozent\*



\* In Euro; Preisindizes mit Ausnahme DAX.  
Quelle: Thomson Reuters Datastream. Stand: 31. Oktober 2018.

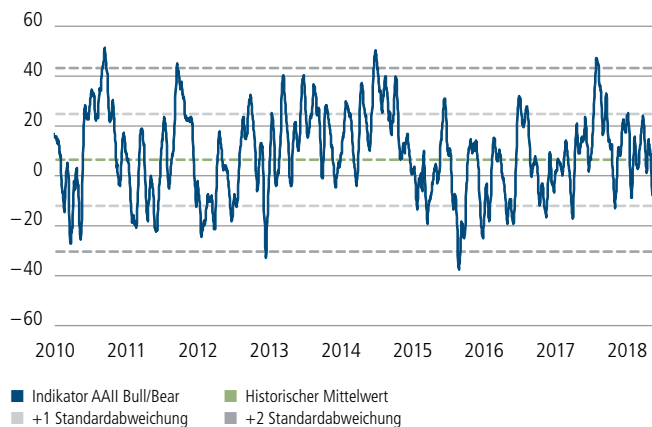
## Aktuelle Entwicklung

**Euroraum:** Europäische Aktien gerieten im Oktober deutlich unter Druck. Der EURO STOXX 50 verlor 5,9 Prozent, der marktweite STOXX Europe 600 verbuchte einen Kursverlust von 5,6 Prozent. Nachdem die Einkaufsmanagerindizes im Euroraum kräftig zurückgingen, trübten aufkommende Konjunktursorgen die Stimmung am Aktienmarkt. Erste messbare Auswirkungen dieser Befürchtungen spiegelten sich in den Unternehmensergebnissen des dritten Quartals 2018 wider. Die Autobauer Daimler und Renault sowie der Zulieferkonzern Continental schreckten Investoren mit Gewinnwarnungen auf. Neben dem Dieselskandal lasteten vor allem der Handelsstreit und die höheren Zölle, die die Konzerne nicht vollständig an ihre Kunden weitergeben konnten, auf den Ergebnissen. Im Euroraum entwickelte sich Italien deutlich schwächer als der Gesamtmarkt. Die Aktienmärkte litten vor allem unter den konfrontativen Budgetverhandlungen zwischen der italienischen Regierung und der EU-Kommission. Letztere hatte die Haushaltpläne wegen der zu hohen Staatsverschuldung zurückgewiesen.

Aktien	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz*
MSCI AC World	-7,6%	-5,5%	↑
MSCI World	-7,4%	-3,9%	↑
MSCI Emerging Markets	-8,8%	-17,5%	→
DAX 30	-6,5%	-11,4%	↑
EURO STOXX 50	-5,9%	-8,7%	↑
S&P 500	-6,9%	1,4%	↑
Nikkei 225	-9,1%	-3,7%	↑

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

## Stimmung der US-Investoren trübt sich ein Indikator AAI\* Bull/Bear in den USA, in Prozent

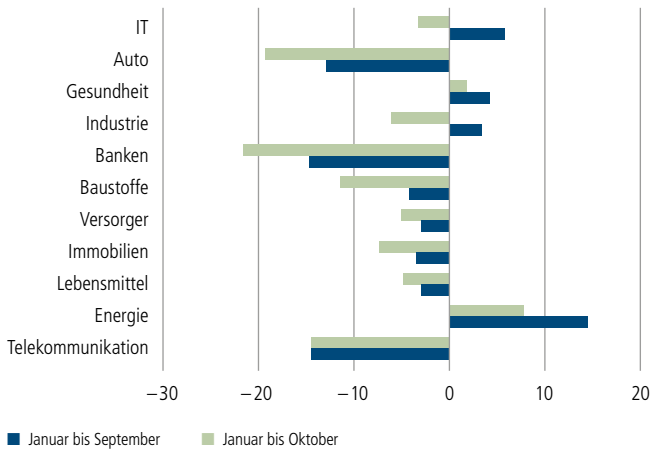


\*AAI = American Association of Individual Investors.  
Quelle: Thomson Reuters Datastream. Stand: 31. Oktober 2018.

**USA:** Die Aktienmärkte in den USA haben im Oktober erhebliche Kursverluste verzeichnet. Unter dem Strich fiel der Dow Jones Industrial Average um 5,1 Prozent, der marktweite S&P 500 gab sogar 6,9 Prozent ab. In der Spitze verloren die wichtigsten Börsen knapp 10 Prozent, bevor zum Monatsende eine leichte Erholungsbewegung einsetzte. Vor allem Energiewerte, Grundstoffe und Industrietitel gerieten unter die Räder. Versorger und Basiskonsumgüter konnten sich dem Trend noch am besten entziehen. Der Kursrutsch war unter anderem Befürchtungen über einen weiteren Zinsanstieg in den USA geschuldet, nachdem die Renditen von US-Staatsanleihen binnen kurzer Zeit um gut 40 Basispunkte zugelegt hatten. Zudem ließen die US-amerikanischen Notenbanker durchscheinen, dass sie über eine weitere Verschärfung der Geldpolitik nachdachten. Im Falle eines Zinsanstiegs verlieren Aktien verglichen mit Anleihen an Attraktivität, zudem müssen die Unternehmen höhere Zinskosten tragen – beide Faktoren führten zu Kursabschlägen. Im Zuge dessen machten sich auch Sorgen mit Blick auf den konjunkturellen Pfad in den USA breit.

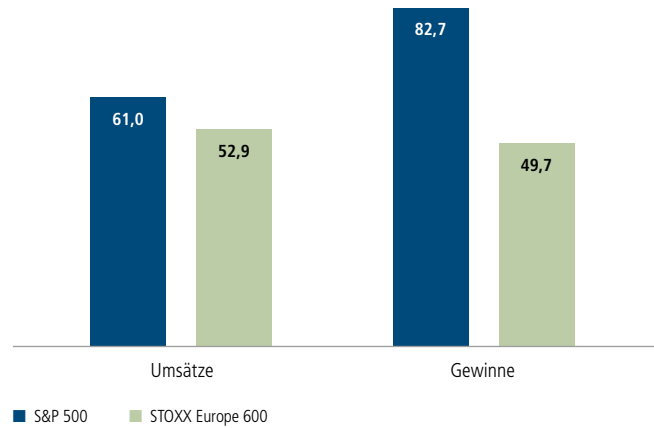
# Aktien

## Deutliche Kursbewegungen in vielen Sektoren Europa: STOXX 600-Sektoren im Vergleich, in Prozent



Quelle: Bloomberg, Stand: 31. Oktober 2018.

## US-Unternehmen mit starken Quartalsberichten Anteil der positiven Überraschungen, in Prozent



S&P 500: 377 von 500 Unternehmen, STOXX Europe 600: 262 von 447 Unternehmen.  
Quelle: Bloomberg, Stand: 5. November 2018.

**Japan:** Wachsende Befürchtungen im Hinblick auf eine Abschwächung der konjunkturellen Dynamik auf globaler Ebene führten zu spürbaren Kurseinbußen an der Börse in Tokio. Die anhaltenden handelspolitischen Spannungen zwischen den USA und China belasten in zunehmendem Maße die asiatischen Volkswirtschaften. Nach einer kräftigen Aufwärtsbewegung über die Sommermonate gaben die japanischen Leitindizes deutlich nach. Der Nikkei 225 verlor im Oktober 9,1 Prozent und schloss den Monat wieder unter der 22.000-Punkte-Marke. Der marktbreitere Topix verbuchte auch ein deutliches Minus von 9,4 Prozent.

**Schwellenländer:** Die Aktienmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften konnten sich der negativen Marktstimmung in der Breite nicht entziehen und verloren im Oktober knapp 8 Prozent an Wert. Besonders schwach schnitten die asiatischen Märkte ab, die Einbußen von mehr als 10 Prozent verkraften mussten. Die Region Lateinamerika verbuchte gegen den Trend ein Plus von 2 Prozent. Dies war aber lediglich dem starken Zuwachs in Brasilien geschuldet. In Erwartung eines Wahlsiegs von Jair Bolsonaro verteilten Anleger Vorschusslorbeeren.

### Ausblick

Das zugrunde liegende Bild für Aktien ist weiter solide, aber bei Weitem nicht makellos. Die US-Berichtssaison ist positiv angelaufen, die Gewinnsituation im Unternehmenssektor ist – in Summe – gut. In Kombination mit den Kursverlusten der vergangenen Wochen hat der Aktienmarkt auf globaler Ebene um rund 15 Prozent

nachgegeben, ist also unter Bewertungsgesichtspunkten spürbar attraktiver geworden. Allerdings zeigen sich in einigen Branchen durchaus Probleme, etwa im Automobilssektor. Und: Höhere Inputkosten – sei es über steigende Löhne oder über anziehende Fremdkapitalkosten – dürften perspektivisch auf den Gewinnen lasten. Viele Investoren sind daher skeptisch geworden, ob die Unternehmen ihre aktuelle Ertragslage auch halten können. Hier kommt – erneut – die Sorge um das spätzyklische Umfeld zur Geltung. Im Ergebnis werden gute Unternehmenszahlen nur bedingt an der Börse honoriert und verfehlte Erwartungen hart bestraft. Der Kapitalmarkt weist damit bereits jetzt ein Muster auf, dass die Prognosen des Portfoliomanagements seit geraumer Zeit mit Blick auf 2019 anzeigen: über das Jahr gesehen ein flacher Renditepfad an der Nulllinie. Das bedeutet nicht, dass die Aktienmärkte unterjährig keine Chancen mehr bieten. Allerdings sind eine höhere Reaktionsgeschwindigkeit und ein stärkerer Ergebnisbeitrag aus der Titelselektion zunehmend wichtig für den Anlageerfolg auf Aktienseite.

Die wechselhafte Politik der US-Regierung wird mit Sicherheit auch in den kommenden Wochen ein Störfaktor bleiben. Nach den Zwischenwahlen steht Ende November der G20-Gipfel in Argentinien an. Schon einige Tage zuvor wollen sich China und die USA zu Gesprächen über die gegenseitigen Handelsbeschränkungen treffen. Die aufstrebenden Volkswirtschaften verlieren im Wettbewerb um globale US-Dollar-Anlagen an Attraktivität, was auch an der restriktiven Geldpolitik der US-Notenbank Fed liegt. Dadurch steigen die Finanzierungsanforderungen und die Gefahr von höheren Budgetdefiziten.

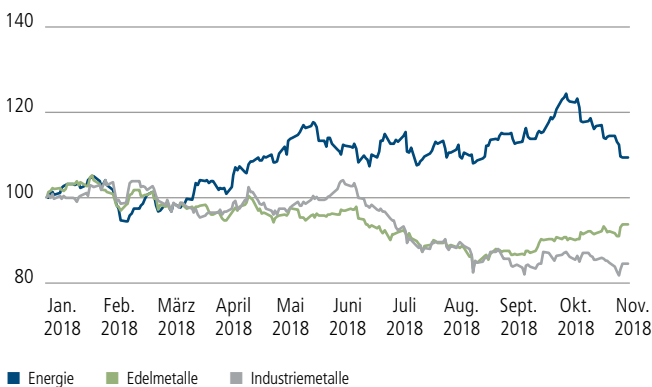
# Rohstoffe

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Die Konjunktursorgen lasteten im Oktober schwer auf dem Rohstoffmarkt
- Große Verluste mussten sowohl der Öl- als auch der Industriemetallsektor hinnehmen
- Gold diente Anlegern hingegen als sicherer Hafen
- Gemessen am MS RADAR ex. Agrar ergab sich insgesamt ein Minus von 4,1 Prozent
- Unsere Favoriten für die nächsten Wochen sind Industriemetalle. Diese sollten von dem zuletzt wieder zuversichtlicheren Blick auf China besonders stark profitieren

## Energiepreise mit dem größten Zuwachs in diesem Jahr

Indizierte Wertentwicklung der Rohstoffsektoren seit Anfang 2018, in Prozent



Quelle: Bloomberg. Stand: 5. November 2018.

## Aktuelle Entwicklung

Neben den Konjunktursorgen belastete auch der Handelskonflikt zwischen China und den USA den Energiesektor. Weitere Zölle könnten die Nachfrage in den beiden wichtigsten Verbrauchsländern reduzieren. Zu einer möglicherweise geringeren Nachfrage gesellt sich schon jetzt ein zunehmend größeres Angebot. Zuletzt war in gleich mehreren OPEC-Ländern ein Produktionsanstieg zu beobachten. Dies spricht für ein Überangebot in den kommenden Monaten, das auf dem Ölpreis lasten dürfte. Im Monatsvergleich verbilligte sich Öl der Sorte Brent um 10 Prozent.

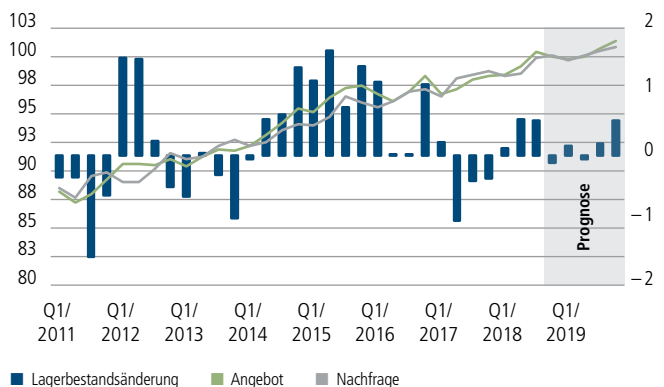
Industriemetalle litten wie schon so oft in den vergangenen Monaten unter schwachen Wirtschaftsdaten aus China. Die viel beachteten Einkaufsmanagerindizes fielen schwächer als erwartet aus und lagen nur noch knapp über der Wachstumsschwelle. Den größten Abschlag musste Nickel mit einem Minus von 9 Prozent hinnehmen. Aber auch Aluminium und Blei verloren rund 6 Prozent an Wert.

Rohstoffe	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz*
MS RADAR ex. Agrar	-4,1%	-5,7%	→
MS RADAR Energie	-6,9%	12,3%	→
MS RADAR Edelmetalle	0,2%	-9,2%	↑
MS RADAR Industriemetalle	-5,5%	-18,6%	→
Öl (Brent)*	-8,8%	13,5%	→
Gold*	2,0%	-6,8%	→

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

## Energie: Ölmarkt überversorgt, Lagerbestände bald nicht mehr knapp

Ölmarkt – Angebot versus Nachfrage, in Millionen Barrel/Tag



Quelle: IEA, Bloomberg, Union Investment. Stand: 31. Oktober 2018.

## Ausblick

Für die kommenden Wochen sehen wir das größte Potenzial bei Industriemetallen. Vielfach übersteigt die Nachfrage schon jetzt das Angebot. Dieses Defizit sollte sich in steigenden Notierungen bemerkbar machen. Besonders wichtig ist zudem die Lage in China, schließlich hat das Reich der Mitte den größten Bedarf an Industriemetallen. Als stützend dürften sich die Stimulierungsmaßnahmen seitens der Regierung in Peking erweisen. Neben einer geringeren Steuer auf Automobile ist mit weiteren Impulsen zur Belebung der Konjunktur zu rechnen. Dem Energiesektor begegnen wir hingegen mit Vorsicht. Zuletzt stieg die Fördermenge stark an. Neben den OPEC-Staaten weiteten auch die USA die Fördermenge aus. Gleichzeitig befürchteten Marktteilnehmer angesichts der Konjunktursorgen eine leicht rückläufige Nachfrage.

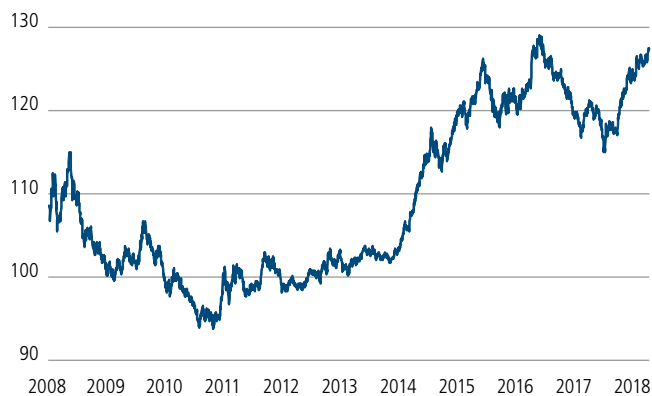
# Währungen

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Im Oktober profitierte der Japanische Yen von der Risikoscheu der Anleger
- Der Euro litt insgesamt unter dem italienischen Haushaltsentwurf und den Budgetverhandlungen mit der EU
- Im Blickpunkt stand gegen Monatsende auch der Chinesische Renminbi, der gegen den US-Dollar abwertete
- Deutliche Aufwertungsgewinner kamen aus den Schwellenländern. Der Brasilianische Real (plus 12 Prozent) und die Türkische Lira (plus 11 Prozent) legten deutlich zum Euro zu

## Fed-Zinserhöhungsmodus treibt den US-Dollar

Handelsgewichteter US-Dollar gegenüber wichtigen Währungen\*



\* Indexiert, 1997 = 100, berechnet von der US-Notenbank Fed.  
Quelle: Thomson Reuters Datastream. Stand: 31. Oktober 2018.

## Aktuelle Entwicklung

Schwache Aktienmärkte und die damit einhergehende Risikoscheu der Anleger führten zu einer Flucht in sichere Anlagen. Am Devisenmarkt profitierte hiervon einmal mehr der Japanische Yen, der unter den G10-Währungen am deutlichsten gegenüber dem Euro und auch dem US-Dollar aufwerten konnte. Der Yen gilt in unsicheren Marktphasen traditionell als sicherer Anlagehafen und legte im Oktober gegenüber der Gemeinschaftswährung um 3,3 Prozent zu.

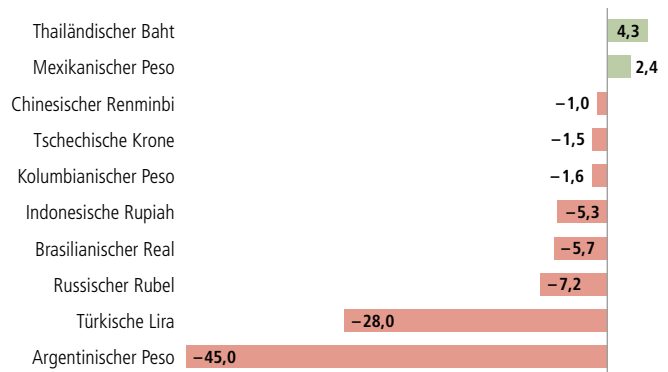
Darüber hinaus führte der Budgetkonflikt zwischen der italienischen Regierung und der EU-Kommission zu einer Abwertung des Euro. So konnten der US-Dollar 2,6 Prozent und auch das Britische Pfund, das eigentlich aufgrund der ungelösten Brexit-Umsetzung unter Druck steht, 0,5 Prozent hinzugewinnen. Zuletzt schlechtere Konjunkturdaten aus Deutschland beziehungsweise dem Euroraum sprechen für eine weiter eher expansiv ausgerichtete Geldpolitik der EZB. Dies dürfte gegen eine Aufwertung des Euro sprechen.

Währungen gegenüber Euro	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz*
US-Dollar	2,6%	6,1%	➔
Britisches Pfund	0,5%	0,2%	➔
Japanischer Yen	3,3%	5,9%	➔
Schweizer Franken	-0,1%	2,6%	➔

Quelle: Thomson Reuters Datastream. Stand: 31. Oktober 2018.

## Währungsentwicklung der Schwellenländer von einzelnen Länderereignissen geprägt

Veränderung zum Euro seit Januar 2018, in Prozent



Quelle: Bloomberg. Stand: 31. Oktober 2018.

## Ausblick

Die Konjunktursorgen haben zu einer Flucht in den sicheren Hafen gesorgt und den US-Dollar im Oktober gestärkt. Zusätzlich bekommt die US-Wirtschaft immer noch einen Impuls durch die US-Steuerreform. Hinzu kommt, dass die US-Notenbank die Zinsen weiter anheben, die EZB aber bis Sommer 2019 nicht tätig wird. Auf Sicht von zwölf Monaten dürfte sich das Bild aber ändern. Die Zinsschritte der US-Notenbank bergen die Gefahr, das Wachstum abzuwürgen. 2020 dürfte schwächer ausfallen. Gleichzeitig rücken Ende 2019 erste Zinserhöhungen im Euroraum in den Vordergrund, weshalb spätestens dann der Euro wieder fester tendieren sollte. Auf Sicht von zwölf Monaten rechnen wir mit einem Wechselkurs von 1,22 US-Dollar je Euro.

# Immobilien

## Unsere Einschätzung in Kürze

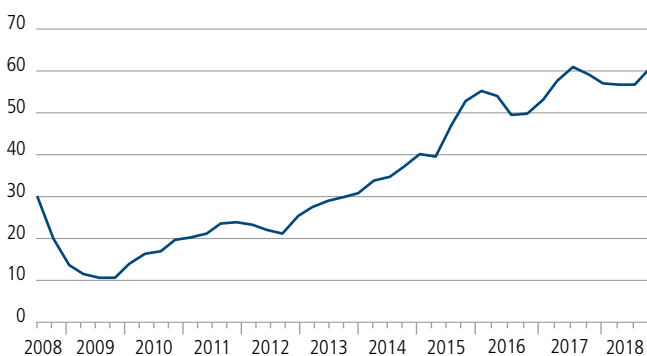
- Das Mietpreiswachstum auf den deutschen Büromärkten wird über das Jahr 2018 hinaus andauern
- In Europa zeigt die Mehrzahl der Büromärkte Mietpreiswachstum, das sich im weiteren Jahresverlauf fortsetzen wird
- Auf den US-amerikanischen Büromärkten steigen die Mieten im Schnitt der Standorte noch. Das Mietpreiswachstum wird sich perspektivisch aber abschwächen
- Auf den Immobilienmärkten in der Region Asien/Pazifik wird weiterhin deutliches Mietpreiswachstum registriert

Büromieten*	Veränderung zum Vorquartal		Veränderung zum Vorjahr		Tendenz*
Deutschland	1,9%	■	5,6%	■	↑
Europa (ohne Deutschland)	2,0%	■	6,5%	■	↑
USA	0,9%	■	3,1%	■	↑
Asien/Pazifik	1,4%	■	6,4%	■	↑

\*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: 30. September 2018. Daten werden quartalsweise aktualisiert.

## Entwicklung des Transaktionsvolumens in Deutschland

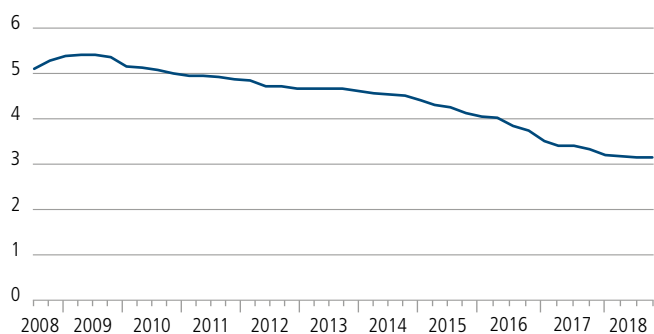
Rollierender 12-Monats-Durchschnitt, in Milliarden Euro



Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 30. September 2018.

## Entwicklung der Büroanfangsrenditen in Deutschland

Durchschnitt, in Prozent\*



\*Durchschnitt der fünf größten deutschen Büromärkte.  
Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 30. September 2018.

## Aktuelle Entwicklung

Im dritten Quartal 2018 erfreute sich der deutsche Gewerbeimmobilienmarkt einer besonders starken Nachfrage und konnte die positive Entwicklung des bisherigen Jahresverlaufs fortschreiben. Das Transaktionsvolumen lag bei 16,4 Milliarden Euro, was einem deutlichen Plus von 28,3 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal entsprach und zudem das stärkste dritte Quartal aller Zeiten war. Der rollierende 12-Monats-Durchschnitt des Transaktionsvolumens betrug 60,2 Milliarden Euro und lag damit rund 2,4 Prozent über dem Wert des dritten Quartals 2017.

Ausschlaggebend für den neuen Quartalsrekordwert war nicht zuletzt die außergewöhnliche Kaufhof/Karstadt-Transaktion mit einem Gesamtvolumen von über 1,8 Milliarden Euro, die bisher der größte Deal des Jahres war. Mit einem Anteil von rund 45 Prozent am Transaktionsvolumen waren Büroimmobilien bei Investoren sehr gefragt. Einzelhandelsimmobilien konnten – aufgrund des großen Warenhaus-Deals – mit einem Anteil von ca. 20 Prozent den zweiten Platz verbuchen. Abseits von der besagten Großtransaktion lässt sich im laufenden Jahr vor allem eine steigende Dynamik bei mittelgroßen Transaktionen von deutlich unter 1 Milliarde Euro

beobachten, was allerdings in erster Linie einem Mangel an großvolumigen Angeboten beziehungsweise Portfoliotransaktionen geschuldet ist.

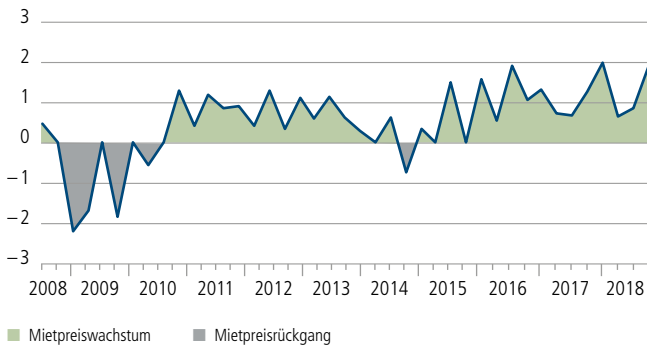
Im dritten Quartal 2018 verstärkte sich der Fokus der Investoren auf die deutschen Big-7-Märkte, während kleinere und damit risikoträchtigere B-Märkte einen spürbaren Rückgang des Transaktionsvolumens verzeichneten. Angesichts der nachlassenden Renditekompression ergänzten Investoren ihre Investmentstrategie zunehmend um den Value-Add-Bereich, um über die dynamische Mietentwicklung der großen Vermietungsmärkte Wertsteigerungspotenziale zu erschließen. Auffällig war dabei eine stärkere Fokussierung auf Teilmärkte außerhalb der CBDs, bei denen sich teilweise deutlich höhere Mietpreiserhöhungen als in den Spitzenlagen durchsetzen lassen. Der Anteil ausländischer Investoren ist nach wie vor hoch und betrug in den ersten neun Monaten des Jahres rund 45 Prozent.

Die Anfangsrendite lag im Durchschnitt der fünf deutschen Bürohochburgen am Ende des dritten Quartals 2018 bei 3,1 Prozent und ist damit im Vergleich zum Vorquartal nahezu konstant geblieben. Wie schon im Vorquartal konnte nur in Düsseldorf nochmals

## Immobilien

### Quartalsweise Veränderung der Bürospitzenmiete in Deutschland

Durchschnitt, in Prozent\*



\* Durchschnitt der fünf größten deutschen Büromärkte.  
Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 30. September 2018.

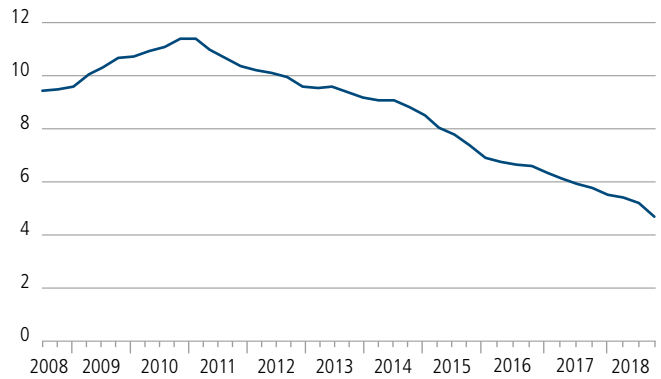
ein leichter Rückgang der Anfangsrendite um 10 Basispunkte beobachtet werden. In den zurückliegenden zwölf Monaten hat die Anfangsrendite im Durchschnitt der Standorte um rund 20 Basispunkte nachgegeben. Berlin ist weiterhin Spitzenreiter mit einer Anfangsrendite von nur 2,9 Prozent, gefolgt von Hamburg mit 3,1 Prozent. Das zum Jahresbeginn noch ungleich höhere Renditelevel von Düsseldorf geriet im Jahresverlauf 2018 unter Druck und lag Ende des dritten Quartals wie auch in Frankfurt bei rund 3,3 Prozent.

Die Leerstandsrate ist im Durchschnitt der fünf größten Bürostandorte im dritten Quartal 2018 im Vergleich zum Vorquartal nochmals um rund 50 Basispunkte gefallen, da die Nachfrage nach Büroflächen in Anbetracht der guten Konjunktur nach wie vor hoch ist. Auf Jahressicht war sogar ein Rückgang der durchschnittlichen Leerstandsrate um 110 Basispunkte zu verzeichnen. Mit einem Wert von 4,7 Prozent lag sie Ende des dritten Quartals 2018 somit auf dem niedrigsten Stand seit Mitte 2002.

Neben den geringen Leerständen zeichnen sich die großen Büromärkte meist auch durch ein geringes Neubauangebot und hohe Vorvermietungsquoten bei Projektentwicklungen aus. Vor diesem Hintergrund stehen Unternehmen in zahlreichen Teilmärkten zunehmend vor der Herausforderung, geeignete Büroflächen zu finden. Insgesamt entwickelte sich die Vermietungsleistung der fünf deutschen Immobilienhochburgen in den ersten drei Quartalen des Jahres 2018 gegenüber dem Vorjahreszeitraum stabil. Ein deutlicher Angebotsmangel wurde insbesondere in Berlin registriert, wo die Vermietungsabschlüsse um 19 Prozent zurückgingen. Demgegenüber konnte München aufgrund mehr Bürofertigstellungen sowie stärkeren Mieterbewegungen in periphere Teilmärkte eine Steigerung der Vermietungsleistung um 14 Prozent verbuchen.

### Entwicklung der Leerstandsquote in Deutschland

Durchschnitt, in Prozent\*



\* Durchschnitt der fünf größten deutschen Büromärkte.  
Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 30. September 2018.

Die sehr gute Nachfrage nach Büroflächen und das eingeschränkte Flächenangebot sorgten dafür, dass die Mietpreise weiter gestiegen sind. In den zurückliegenden zwölf Monaten sind die Spitzenmieten im Schnitt der fünf größten deutschen Büromärkte um 5,6 Prozent gestiegen. Das Spektrum reichte von 3,8 Prozent in Hamburg und Düsseldorf bis zu 12,1 Prozent in Berlin.

### Ausblick

Trotz innenpolitischer Turbulenzen ist Deutschland nach wie vor bei nationalen und internationalen Immobilien-Anlegern beliebt. Im Gesamtjahr 2018 könnte das Transaktionsvolumen aufgrund des Umsatzrekords im dritten Quartal sowie zahlreicher aktueller Transaktionsverhandlungen an die Marke von 60 Milliarden Euro heranrücken. Damit wäre 2018 das umsatzstärkste Immobilienjahr seit der Finanzkrise. Da das Renditelevel derzeit im historischen Kontext sehr niedrig ist, weichen die Investoren verstärkt auf Nutzungsarten wie Logistik und Hotel aus. Des Weiteren rücken Spezialimmobilien wie Seniorenheime und Kliniken zunehmend in den Fokus. Daneben hat sich bereits im dritten Quartal 2018 ein Trend zu opportunistisch geprägten Value-Add-Investmentstrategien abgezeichnet, bei denen Objekte mit Qualitäts- oder Vermietungs Herausforderungen erworben werden, um durch Vertragsneuabschlüsse Wertsteigerungspotenziale zu erschließen. Dieser Trend zur Wertschöpfung über den Miet-Cashflow wird sich zukünftig weiter verstärken. Da die Flächenfertigstellungen auch in den kommenden Quartalen nicht zur Befriedigung der hohen Nachfrage ausreichen dürften, werden die Leerstände nochmals fallen und so den Boden für weiteres Mietpreiswachstum bereiten. Die Anfangsrenditen werden nur noch leicht nachgeben.



## 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: **7. November 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 Verwendung 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, Münsterhof 12, 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  
Münsterhof 12  
Postfach  
8022 Zürich

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

Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen: **7. November 2018**, soweit nicht anders angegeben.