



„Die Gewinnerwartungen von US-Aktien haben sich mit den Ergebnissen für das zweite Quartal nochmals verbessert und sprechen für weiter steigende Kurse in den USA. Ein Risiko bleibt der zunehmende Protektionismus.“

Benjardin Gärtner, Portfoliomanagement Aktien



## September 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

An den Kapitalmärkten ist die Gemengelage derzeit kompliziert. Einerseits profitiert die US-Wirtschaft offenbar doch stärker von der Steuerreform, als man im Frühjahr dachte. Die Gewinnerwartungen der US-Unternehmen, die sich zwischenzeitlich auf bereits hohem Niveau seitwärts entwickelt hatten, machten im Zuge der Berichtssaison für das zweite Quartal einen nochmaligen Sprung nach oben. Profiteure sind zwar vor allem binnenorientierte US-Unternehmen, aber eine gute Nachricht für die Aktienmärkte und letztlich die Weltwirtschaft ist das allemal. Andererseits beschäftigt die Marktteilnehmer weiterhin das Thema Protektionismus, auch wenn es sich inzwischen noch stärker als zuvor auf die Auseinandersetzung zwischen den USA und China konzentriert.

Hinsichtlich des Verhältnisses zwischen den USA und Mexiko gab es in den letzten Tagen deutliche Entspannungssignale. Seit dem Treffen von Donald Trump mit EU-Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker scheint die Gefahr eines Handelskriegs für die europäische Exportwirtschaft gebannt, vorerst zumindest. Für die Eurozone darf daher ein gewisser Optimismus aufkommen, dass die Schwächephase des ersten Halbjahres überwunden sein könnte. In diese Richtung wies auch der letzte ifo Index, der im zweiten Quartal deutlich zurückgegangen war, nun aber kräftig anzog. Solche Entwicklungen machen die Kapitalmärkte zwar robuster, aber keineswegs immun gegen die schon länger dominierenden (geo-)politischen Einflussfaktoren. Sollten sich in den nächsten Wochen in Sachen Italien oder Handelskonflikt bestehende Risiken manifestieren, muss in verschiedenen Anlageklassen (wie Peripherieanleihen, Schwellenländer-Anlagen, Rohstoffe, Währungen) mit größeren Schwankungen gerechnet werden, da in den kommenden Wochen wichtige Entscheidungen sowohl in der italienischen Budgetpolitik als auch im US-chinesischen Handelsstreit anstehen.

Unter Abwägung der Chancen und Risiken haben wir uns entschieden, unser „RoRo“-Meter unverändert auf Stufe 3 zu lassen, mit einer leichten Favorisierung für Aktien der entwickelten Volkswirtschaften.

## Die wichtigsten weiteren Ergebnisse

**Konjunktur:** Möglicherweise wird sich die Dynamik der amerikanischen Wirtschaft in den nächsten Monaten etwas abschwächen – allerdings auf immer noch hohem Niveau. Insgesamt ist das Fundamentaltbild aber weiter recht robust, zumindest für die entwickelten Volkswirtschaften. Bei den Schwellenländern ist es fraglicher, insbesondere vor dem Hintergrund der Handelsstreitigkeiten. Das gilt vor allem für China. Die Volksrepublik hat zwar eine Reihe von Stabilisierungsmaßnahmen ergriffen, die sich aber wohl erst mittelfristig auswirken werden. Im schlimmsten Fall einer weiteren Eskalation des Handelsstreits könnten sie womöglich sogar verpuffen.

**Geldpolitik:** Dass die Fed im September einen weiteren Zinsschritt machen wird, gilt angesichts des beschriebenen Wachstums-Inflations-Mix als sicher. Im Basisszenario gilt das auch für

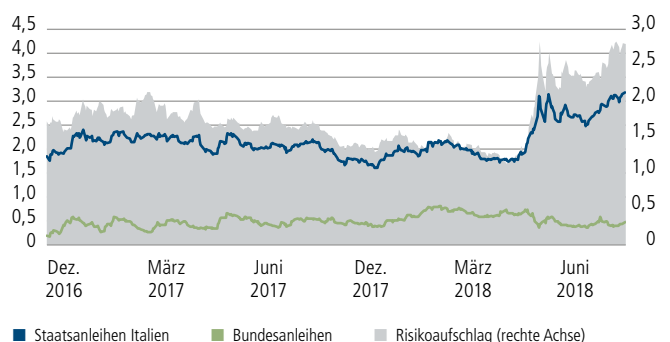
den Dezember. Damit die Fed eine Pause einlegt, müsste sich schon eine deutliche Delle im US-Wachstum zeigen. Das scheint nach der Entwicklung der Frühindikatoren zwar nicht ausgeschlossen, aber sonderlich wahrscheinlich ist es nicht.

**Renten:** Trotz Sommerpause haben sich die Risikoauflschläge italienischer Staatsanleihen seit etwa Mitte Juli deutlich ausgeweitet, die Rendite der zehnjährigen Anleihen liegt inzwischen bei etwa 3,1 Prozent. Die Befürchtungen der Investoren konzentrieren sich dabei auf die Ende September anstehende Vorlage eines Staatshaushalts für das Jahr 2019 und damit die Frage, in welchem Maße sich die populistische italienische Regierung von einer disziplinierten Haushaltspolitik verabschiedet. Mit Blick auf die EU-Regeln erwarten wir zwar keine extreme Konfrontation. Die jüngst aggressive Rhetorik von Lega-Nord-Chef Salvini macht eine Eskalation aber auch nicht unwahrscheinlich – mit entsprechenden Auswirkungen an den Kapitalmärkten.

Schwellenländer-Anleihen hatten sich über den Sommer zunächst erholt, die dramatische Verschärfung der Türkei-Krise sorgte hier allerdings für einen erneuten Rückschlag. Insgesamt ist es vor dem Hintergrund der fragilen Situation für die Schwellenländer aus unserer Sicht trotz der hohen laufenden Erträge derzeit nicht opportun, hier größere Risiken einzugehen.

**Aktien:** Auf der Unternehmensebene zeigt sich weiterhin ein zweigeteiltes Bild: US-Unternehmen bärenstark, europäische Unternehmen deutlich schwächer bei Gewinnen und Margen. Bei US-Unternehmen ist auffällig, dass die Gewinnerwartungen gewissermaßen in zwei Wellen besser wurden: Die erste Welle erfolgte Anfang des Jahres, gefolgt von einer mehrmonatigen Seitwärtsentwicklung. Die – beeindruckende – Berichtssaison für das zweite Quartal erhöhte die erwarteten Gewinne nochmals deutlich. In Europa wurden die Gewinnerwartungen zwar in vielen Sektoren reduziert. Gleichwohl ergibt sich aufgrund der Stärke von US-Aktien auf globaler Ebene (MSCI World) nunmehr ein erwartetes Gewinnwachstum von 16 Prozent.

## Budgetverhandlungen in Italien belasten Renditen und Risikoauflschlag italienischer Staatsanleihen zu Bundesanleihen seit Anfang 2017, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream. Stand: 28. August 2018

# Die Märkte im Überblick

## Unsere aktuelle Risikoeinschätzung

- In den USA könnte die Wirtschaft zum Jahresende etwas an Schwung verlieren, gleichzeitig setzt sich aber die Stabilisierung im Euroraum fort
- China hat das Wachstum durch neue fiskal- und geldpolitische Maßnahmen stimuliert, eine Wirkung ist jedoch noch nicht festzustellen
- Angetrieben von den guten Ergebnissen aus den USA sind die Gewinnrevisionen weiter positiv
- Unsicherheitsfaktoren bleiben der Handelskonflikt zwischen China und den USA sowie die Haushaltspolitik in Italien
- Unsere allgemeine Risikoeinschätzung („RoRo“-Meter) bleibt auf Stufe 3 (neutral)

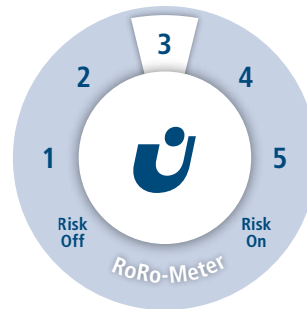
## Unsere Sicht auf die Anlageklassen

- **Renten:** Wir tragen dem Italien-Risiko Rechnung und empfehlen eine Reduzierung von Peripherieanleihen. Auch für Euro-Kernstaatsanleihen stehen nach den jüngsten Renditerückgängen die Chancen schlechter
- **Aktien:** Das fundamentale Umfeld spricht unverändert für Aktien, die (handels-)politischen Risiken bleiben aber bestehen
- **Währungen:** Der US-Dollar dürfte bis zum Jahresende leicht schwächer tendieren. Das Zwillingsdefizit sollte stärker belasten, als die Zinsdifferenz unterstützt. Gleichzeitig kann der Greenback aber auch als Krisenwährung dienen
- **Rohstoffe:** Unser Übergewicht bei Industriemetallen war zu früh gewählt, Mitte August haben wir die Position wieder reduziert. Rohstoffe sind fundamental gut unterstützt, die Stimmung ihnen gegenüber ist derzeit jedoch negativ
- Am Geldmarkt bleibt das Bild unverändert. Die Zinssätze liegen weiterhin nahe null, sodass das Halten von **Kasse** nur aus taktischen Gründen 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

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















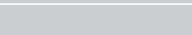




## „RoRo“-Meter



Quelle: Union Investment. Stand: 28. August 2018. Letzte Änderung von 2 auf 3 am 9. Juli 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.

## Attraktivität der Anlageklassen

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

Quelle: Union Investment. Stand: 28. August 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.

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

Quelle: Union Investment. Stand: 30. Juni 2018. 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	Großbritannien	Euroraum	USA	Japan	China
2017	2,5 %	1,7 %	2,5 %	2,2 %	1,7 %	6,9 %
2018	2,0 %	1,4 %	2,0 %	2,7 %	0,9 %	6,5 %
2019	2,0 %	1,6 %	1,9 %	2,4 %	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	1,9 %	2,6	1,7 %	2,6 %	0,8 %	2,0 %
2019	1,9 %	2,5	2,1 %	2,5 %	1,0 %	2,0 %

10-Jahres-Renditen	Deutschland	USA	Leitzinsen	Euroraum	USA
Aktueller Stand*	0,4 %	2,9 %	Aktueller Stand*	0,00 %	1,75–2,00 %
In 3 Monaten	0,7 %	3,1 %	In 3 Monaten	0,00 %	2,00–2,25 %
In 12 Monaten	0,9 %	3,1 %	In 12 Monaten	0,00 %	2,50–2,75 %

Aktien	DAX 30	EURO STOXX 50	S&P 500	Nikkei 225
Aktueller Stand*	12.140	3.335	2.895	22.580
In 3 Monaten	12.800	3.500	2.950	23.000
In 12 Monaten	12.800	3.500	2.950	23.000

Rohstoffe	Gold	Öl (Brent)	MS RADAR ex. Ag.
Aktueller Stand*	1.195	79	152
In 3 Monaten	1.225	76	154
In 12 Monaten	1.300	75	161

Währungen	Euro/US-Dollar	Euro/Britisches Pfund	Euro/Japanischer Yen	Euro/Schweizer Franken
Aktueller Stand*	1,16	0,90	129	1,13
In 3 Monaten	1,22	0,89	130	1,16
In 12 Monaten	1,22	0,88	136	1,20

Immobilienrenditen**	Deutschland	Europa (ex. Deutschland)	USA	Asien/Pazifik
30. Juni 2018	3,2 %	3,9 %	4,7 %	4,3 %
30. Juni 2019	3,0 %	3,7 %	4,7 %	4,3 %

\* Stand: 31. August 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.

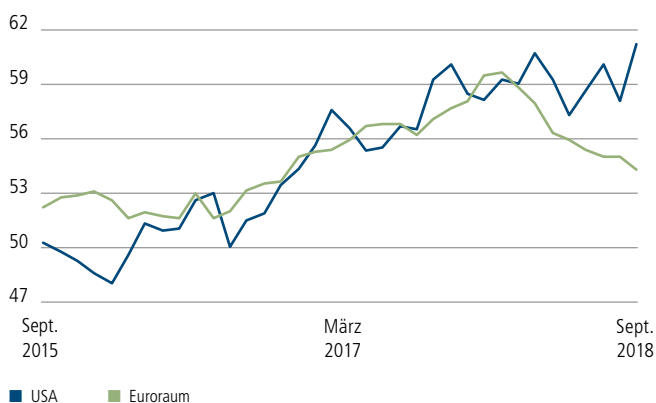
# Konjunktur

## Unsere Einschätzung in Kürze

- In den USA können die Konjunkturdaten weiterhin überzeugen und werden vor allem vom inländischen Konsum befeuert
- Das macht die US-Wirtschaft derzeit auch wenig anfällig für Sorgen um einen Handelsstreit
- Im Euroraum scheinen wir die Schwächephase aus dem Frühjahr überwunden zu haben, die Zuwachsraten fallen aber dennoch deutlich geringer als in den USA aus
- Der Welthandel zeigt sich vom Handelsstreit verunsichert, hierunter leiden vor allem exportorientierte Volkswirtschaften
- In den USA nimmt der Inflationsdruck inzwischen leicht zu

## Frühindikatoren in den USA mit Vorsprung gegenüber der Eurozone

Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe, in Punkten



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

## Aktuelle Entwicklung

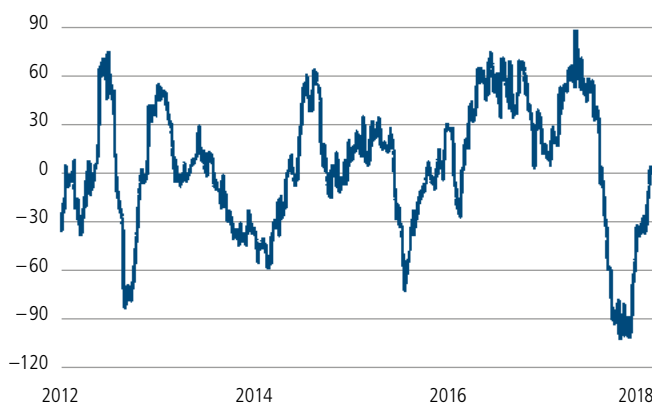
**Euroraum:** Die jüngsten Zahlen haben es zweifelsohne deutlich gemacht: Die konjunkturelle Entwicklung hat sich im Sommer im Euroraum stabilisiert. Nach den schwachen Daten im Frühjahr fielen wichtige Wirtschaftsindikatoren zuletzt wieder etwas besser aus. Der viel beachtete Einkaufsmanagerindex für den Euroraum legte sogar wieder leicht zu. Stärkere Anstiege waren vor allem in Deutschland und Frankreich auszumachen. Mögliche Zölle seitens der USA auf europäische Autos hatten vor allem in diesen beiden Ländern die Stimmung zuvor stark eingetrübt. Nachdem Zölle in Gesprächen zwischen Juncker und Trump zunächst abgewendet wurden, kam es nun zu einer deutlichen Erholung. Die Erwartungskomponente des deutschen ifo Geschäftsklimaindex etwa kletterte von 98,2 auf 101,2 Punkte. Trotz der recht guten wirtschaftlichen Entwicklung ist die Inflation im Euroraum unverändert niedrig. Die Kernrate lag zuletzt bei 1,0 Prozent.

Konjunktur	Aktuell	Vor 1 Monat	Vor 3 Monaten	Vor 6 Monaten
ifo Geschäftsklimaindex	103,8	101,7	102,4	104,3
EU-Einkaufsmanagerindex	54,5	54,3	54,1	57,1
Inflation Euroraum	2,0	2,1	1,9	1,1
ZEW-Erwartungen Euroraum	-11,1	-18,7	2,4	29,3
US-Einkaufsmanagerindex (ISM)	55,0	55,7	56,6	55,8
US-Einzelhandelsumsätze	0,5	0,2	0,3	-0,1
US-Arbeitsmarkt (nfp)*	157,0	248,0	175,0	176,0
Inflation USA	2,9	2,9	2,5	2,1

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

## Vermehrte Anzeichen auf Stabilisierung der Makro-Indikatoren in der Europäischen Währungsunion

Citigroup Economic Surprise Index (CESI) für die Eurozone



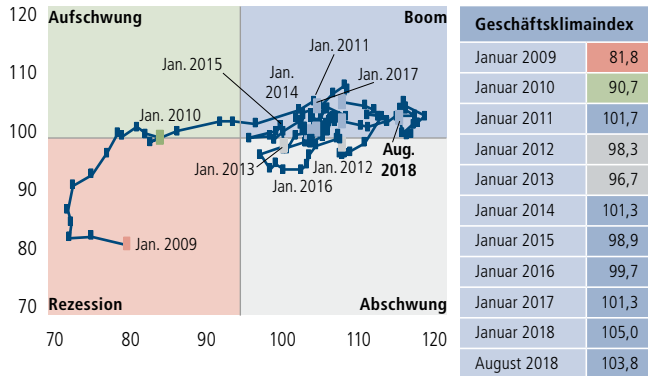
Quelle: Thomson Reuters, Datastream. Stand: 31. August 2018.

**USA:** Um die US-Wirtschaft ist es weiterhin gut bestellt. Gerade im internationalen Vergleich erweist sie sich derzeit als ausgesprochen widerstandsfähig. Größere Änderungen zeichnen sich angesichts der jüngsten Konjunkturdaten nicht ab, weder nach oben noch nach unten. Eine wichtige Stütze bleibt unverändert der US-Verbraucher. Die Einzelhandelsumsätze nahmen erneut zu und auch die Konsumentenstimmung verbesserte sich nochmals leicht. Einige Frühindikatoren fielen zwar leicht schwächer aus, bewegen sich aber weiterhin über der Wachstumsschwelle. Inzwischen baut sich dafür ein gewisser zyklischer Druck auf, der für steigende Preise in den USA sorgt. Die Inflationsrate betrug zuletzt 2,9 Prozent. Auch die um volatilere Preiskomponenten bereinigte Kerninflation lag inzwischen bei 2,4 Prozent und damit über der gewünschten Marke der US-Notenbank Fed von rund 2 Prozent.

# Konjunktur

## Deutsche Wirtschaft: Erholung des ifo Indexes im August ermutigend

Beurteilung der Geschäftslage\* und Geschäftserwartungen\*\*

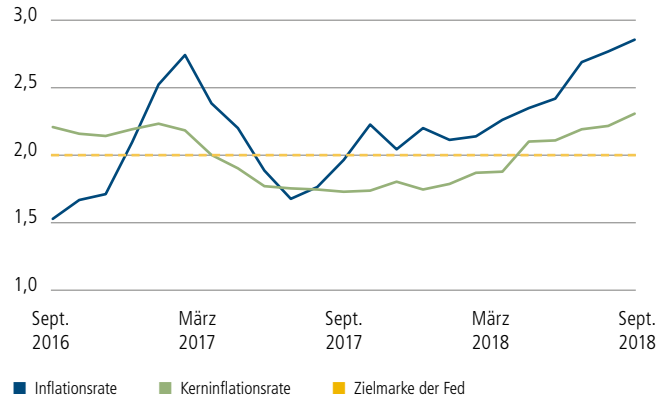


Indexwerte 2005 = 100. \* x-Achse. \*\* y-Achse.

Quelle: Thomson Reuters, Datastream. Stand: 4. September 2018.

## Preisdruck in den USA nimmt aufgrund der boomenden Konjunktur langsam zu

Inflationsentwicklung USA, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters, Datastream. Stand: 4. September 2018.

### Ausblick

**Konjunktur:** Der Aufschwung der Weltwirtschaft hält noch an. Die Unsicherheit über eine weitere Eskalation im Handelsstreit wird aber zunehmend zu einer Belastung. 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. In Europa hat sich das Tempo in diesem Jahr etwas verlangsamt. Damit fallen die Wachstumsraten auch weniger synchron aus als noch vor einigen Monaten. Für Rückenwind sorgt in den USA auch noch immer die US-Steuerreform. Die Wirtschaft droht dabei fast schon zu überhitzen. Ohnehin befindet sich die US-Konjunktur in einem sehr reifen Stadium des Konjunkturzyklus. Verglichen mit vorangegangenen Aufschwüngen dauert der aktuelle Zyklus schon überdurchschnittlich lange. Derzeit gibt es aber aus konjunktureller Sicht in den USA keinen Grund zur Sorge, mittelfristig kann man aber etwas vorsichtiger werden.

In der Diskussion um das US-Handelsbilanzdefizit werden immer wieder neue Strafzölle angedroht und mit Vorschlägen für Gegenmaßnahmen von den betroffenen Staaten beantwortet. Noch ist der Umfang überschaubar. Sollte sich die Entwicklung aber weiter hochschaukeln, könnte dies erhebliche negative Effekte auf das weltweite Wirtschaftswachstum haben. Der Welthandel reagiert hierauf schon jetzt zunehmend verschnupft, aus Angst vor dem, was da noch kommen könnte. Hierunter leiden derzeit besonders stark

die aufstrebenden Volkswirtschaften. Von Handelsbeschränkungen gegen China wären auch die asiatischen Nachbarländer betroffen. China selbst treibt unverändert den Umbau seiner Wirtschaft voran, was nicht immer störungsfrei verlaufen dürfte. Neben diesen mittelfristigen Aufgaben gilt es, die hohe Verschuldung im Blick zu behalten. Sie ist zu einem erheblichen Risiko für die konjunkturelle und finanzielle Stabilität des Landes geworden. Kritisch ist vor allem die hohe Verschuldung des Unternehmenssektors. Dahinter verbergen sich zu einem nicht unerheblichen Teil versteckte Staatsschulden.

Im Euroraum beginnen einige Frühindikatoren sich nach der jüngst etwas schwächeren Phase zu stabilisieren. Auch wenn das Wachstum in diesem Jahr nicht so hoch ausfallen dürfte wie in den USA, hinterlässt die europäische Wirtschaft dennoch einen sehr robusten Eindruck. Die Flüchtlingsproblematik zeigt aber, dass es zunehmend schwierig wird, die unterschiedlichen Interessen der Währungsgemeinschaft zu einen. Alleingänge und Blockaden könnten die Schlagkraft der Europäer mittelfristig schwächen.

**Inflation:** Höhere Ölpreise ließen die Teuerungsraten etwas steigen, nennenswerter Inflationsdruck kommt aber in Europa noch nicht auf. Ganz anders in den USA: Inzwischen ist dort die Kernrate über den Zielwert der Notenbank geklettert. Auch wenn die US-Notenbank bereits angekündigt hat, bei höheren Raten zunächst abzuwarten, spricht das für eine weitere Straffung der US-Geldpolitik. Es gilt daher, bei dieser Kenngröße besonders wachsam zu bleiben.

# Geldpolitik

## Unsere Einschätzung in Kürze

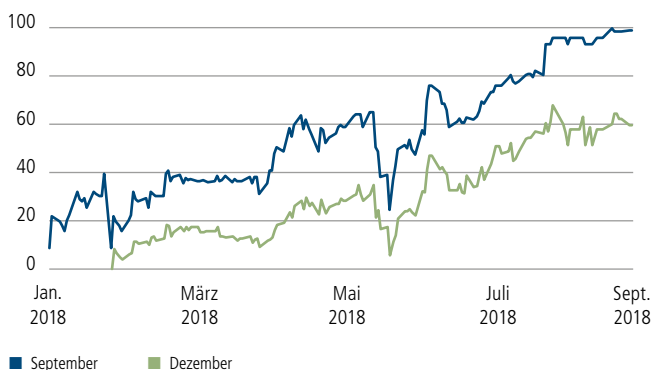
- Im August gab es keine nennenswerten Treffen der großen Notenbanken und daher auch kaum Impulse
- Die weiter steigenden Inflationsraten in den USA sprechen für weitere Leitzinserhöhungen der US-Notenbank
- Im Euroraum wünschten sich italienische Regierungsvertreter eine Verlängerung des Ankaufprogramms
- Einige Zentralbanken aus den Schwellenländern erhöhten die Leitzinsen, um ihre Währung zu stabilisieren. Das Schicksal der Türkei war ihnen ein mahndendes Beispiel

Geldpolitik	Aktuell	Vor 1 Monat	Vor 3 Monaten	Vor 6 Monaten	Tendenz*
Leitzins Euroraum	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	➔
Leitzins USA	2,00 %	2,00 %	1,75 %	1,50 %	⬆
Leitzins Japan	-0,05 %	-0,07 %	-0,07 %	-0,05 %	➔
Leitzins Großbritannien	0,75 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	➔
3-Monats-EURIBOR	-0,32 %	-0,32 %	-0,32 %	-0,33 %	➔
Ankaufprogramm der EZB (QE) in Mrd. Euro	2.510,17	2.489,56	2.430,17	2.349,98	⬇

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

## Geldpolitik der Fed auf Autopilot, nächste Zinserhöhung im September

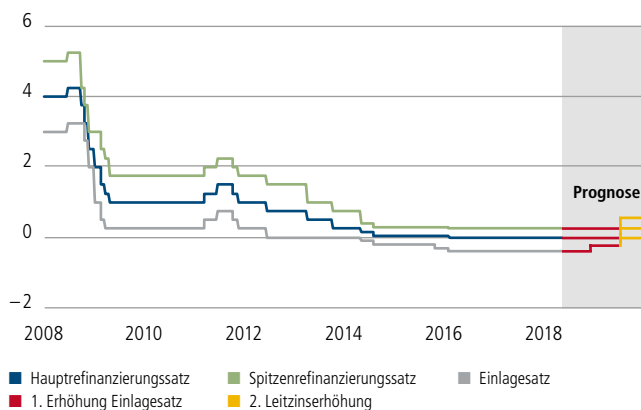
Wahrscheinlichkeit für eine Zinserhöhung um 0,25 Prozent im September und Dezember 2018, in Prozent



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters, Datastream, Union Investment. Stand: 4. September 2018.

## EZB: Vor einer Leitzinserhöhung wird der Einlagesatz angepasst

EZB-Leitzinsen – Entwicklung seit Januar 2008, in Prozent



Quelle: Bloomberg. Stand: 4. September 2018.

## Aktuelle Entwicklung

Wir sprechen oft über die Geldpolitik in den Industrieländern. In den vergangenen Wochen machten jedoch die Notenbanken aus den Schwellenländern auf sich aufmerksam. In der Türkei blieb die erhoffte Reaktion auf die Schwäche der Türkischen Lira aus. Drastische Zinserhöhungen wären angesichts einer Inflationsrate von mehr als 17 Prozent nötig. Es wird spekuliert, ob die türkischen Währungshüter überhaupt noch unabhängig entscheiden können. Präsident Erdoğan sprach sich jedenfalls deutlich gegen einen Zinsschritt aus, weil höhere Zinsen das Wachstum mindern würden. Dem Land droht nun eine Währungskrise. In Indien und Indonesien beugten die Währungshüter vor und wollten erst gar keine Zweifel aufkommen lassen. Beide Länder erhöhten jeweils leicht den Leitzins. In Argentinien sahen sich die Notenbanker sogar genötigt, den Leitzins um 15 Prozent auf nun 60 Prozent erneut anzuheben.

## Ausblick

Die Unterstützung der Notenbanken nimmt weltweit ab. Das zeigen auch die jüngsten Beschlüsse der großen Notenbanken. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat zwar deutlich gemacht, dass Zinserhöhungen wohl erst im Herbst 2019 auf der Agenda stehen dürften. Die US-Notenbank ist im Zinszyklus aber schon ein ordentliches Stück weiter. Derzeit rechtfertigen die guten Konjunkturdaten weitere Schritte. Doch mit jeder Anhebung steigt 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.



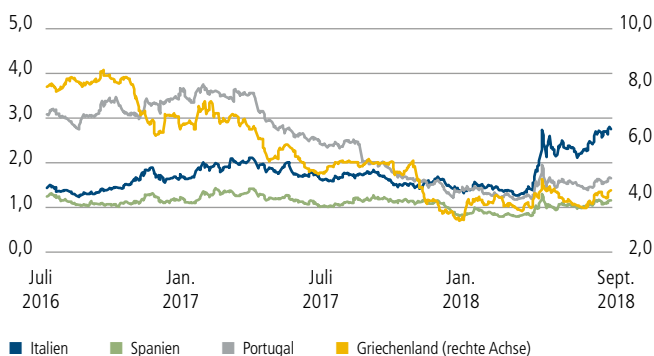
# Renten

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Auch im August überlagerte der Handelsstreit zwischen China und den USA die Fundamentaldaten
- Hinzu kamen länderspezifische Ereignisse wie die Budgetverhandlungen in Italien und die Krise einzelner Schwellenländer (Argentinien, Brasilien, Türkei)
- Staatsanleihen aus den USA und den Euro-Kernländern waren gefragt, Papiere aus den Peripherie- und Schwellenländern gaben hingegen nach
- Ende August war die Pause am Primärmarkt vorbei und es wurden wieder viele neue Anleihen von Staaten und Unternehmen begeben
- Für die kommenden Monate gehen wir von weiterhin leicht steigenden Renditen aus

## Spread-Entwicklung im Euroraum: Italien tanzt aus der Reihe

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



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

## Aktuelle Entwicklung

**USA:** Der US-Rentenmarkt zeigte sich im August von seiner freundlichen Seite, wengleich die Gründe dafür wenig Anlass für Euphorie boten. US-Staatsanleihen waren vielmehr über weite Strecken des Monats vor allem aufgrund ihres Status als sicherer Hafen gefragt. US-Präsident Donald Trump befindet sich inzwischen ohne Zweifel im Wahlkampfmodus. Zur Gewinnung von Wählerstimmen erwägt die US-Regierung unter anderem weitere Strafzölle gegen China. Darüber hinaus drohen neue Sanktionen gegen Russland. Auch die Verhandlungen mit Mexiko und Kanada (NAFTA) zogen sich lange hin. In den letzten Monaten hat sich eine gewisse Handelsspanne herausgebildet, in der die Rendite zehnjähriger US-Schatzanweisungen zwischen 2,8 und 3,0 Prozent schwankt. Zu Monatsbeginn wurde die Marke von 3 Prozent kurzzeitig überschritten, dann setzten jedoch wieder Käufe ein, auch weil sich zum Monatsende hin die Lage in einigen Schwellenländern (Argentinien, Brasilien und Türkei) zuspitzte. Gemessen am Index

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

<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.

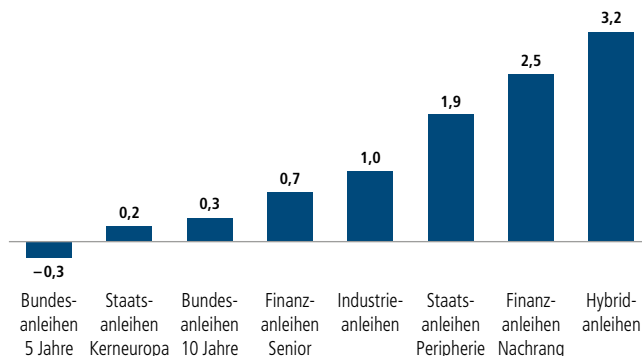
<sup>2</sup> Wertentwicklung in US-Dollar.

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

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

## Risiko wird entlohnt: Nachranganleihen bieten höhere Renditeaufschläge

Aktuelle Renditen verschiedener europäischer Rentenklassen im Vergleich, in Prozent



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

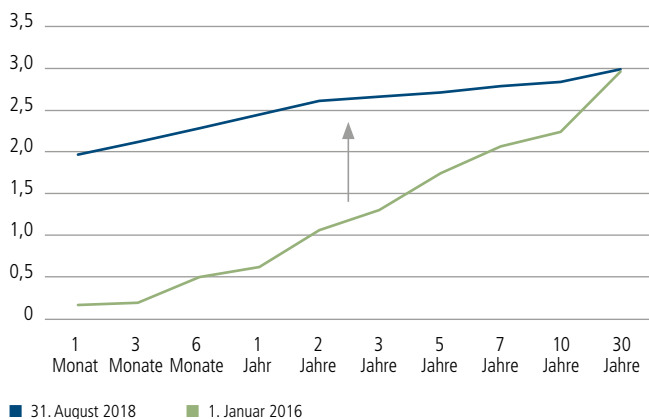
J.P. Morgan Global Bond US gewannen US-Schatzanweisungen daher im August 0,8 Prozent an Wert.

**Euroraum:** Üblicherweise ist der August ein ruhiger Handelsmonat, da sich viele Marktteilnehmer im Urlaub befinden. In diesem Jahr sorgten jedoch der schon lange schwelende Handelskonflikt zwischen China und den USA und auch die demnächst anstehenden Budgetverhandlungen in Italien für Aufruhr. Hinzu kam eine drohende Währungskrise in der Türkei. Die als sicher geltenden Anleihen aus Deutschland, Frankreich und den Niederlanden verzeichneten daher Kursgewinne, während Papiere aus den Peripherieländern unter Druck gerieten. In Italien stiegen die Renditen sogar über das Niveau von Ende Mai. Anleihen aus Spanien, Portugal und Griechenland verbuchten zwar geringere Verluste, wurden aber dennoch in Mitleidenschaft gezogen. Griechenland konnte somit kein Kapital aus seinem Ausstieg aus dem Euro-Rettungsschirm schlagen. Gemessen am iBoxx Euro Sovereign-Index verloren Euro-Staatsanleihen im August 0,6 Prozent an Wert. Auf-

# Renten

## Zinskurve in den USA wird flacher

Zinskurve im Vergleich, in Prozent



Quelle: Bloomberg, Stand: 4. September 2018.

fällig war dabei die erneute Diskrepanz zwischen Kern- (+0,4 Prozent) und Peripherieanleihen (−2,0 Prozent).

**Unternehmensanleihen:** Europäische Unternehmensanleihen haben sich im August per saldo kaum verändert und verzeichneten auf Indexebene (ICE BofA Merrill Lynch Euro Corporate, ER00) einen Wertzuwachs von 0,03 Prozent. Der rege Neuemissionsmarkt führte zum Monatsende zu einem Angebotsdruck und belastete in der Folge auch die Preise des gesamten Markts für Unternehmensanleihen. Die Risikoprämien (Asset Swap Spreads) haben sich im Vergleich zum Vormonatsende um 10 auf 71 Basispunkte erhöht. Größere Verluste gab es im Nachrangbereich. Hier machte sich die geringe Risikobereitschaft der Anleger bemerkbar.

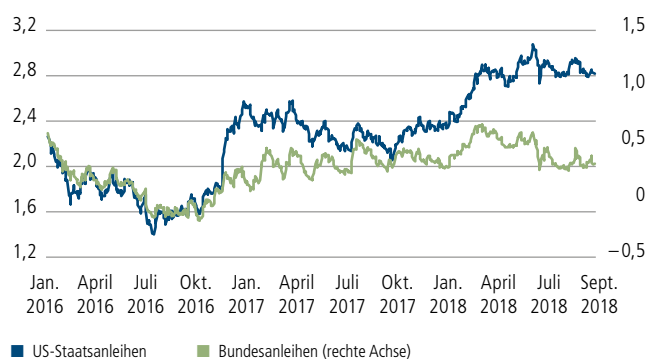
**Schwellenländer:** Für die Rentenmärkte der Schwellenländer ging es im August nach der zwischenzeitlichen Erholung im Vormonat wieder abwärts. Die Krise in der Türkei hinterließ auch in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften ihre Spuren: Auf US-Dollar und Euro lautende Staatsanleihen gaben auf Indexebene (J.P. Morgan EMBI Global Diversified) 1,7 Prozent ab. Dasselbe Bild zeigt sich auch bei den Risikoaufschlägen, die um 44 auf 370 Basispunkte stiegen. Eine um 11 Basispunkte geringere Rendite der zehnjährigen US-Treasuries und ein um 3,4 Prozent höherer Ölpreis (Brent) konnten den Abverkauf dabei nicht stoppen.

### Ausblick

Die konjunkturelle Entwicklung in den USA ist weiterhin positiv. Mit weiteren Zinserhöhungen seitens der US-Notenbank muss daher, unabhängig vom Bilanzabbau, gerechnet werden. Inflationssorgen aufgrund eines höheren Ölpreises und engeren Arbeits-

## Transatlantikspreid auf höchstem Stand seit gut 30 Jahren

US-Treasuries gegenüber Bundesanleihen seit Januar 2016, in Prozent



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

markts hatten den Renditeanstieg eine Zeit lang immer wieder beschleunigt. Das aktuelle Niveau von um die 3 Prozent ist für einige Anleger aber bereits wieder für Käufe interessant, weshalb sich der Anstieg zuletzt auch nicht mehr fortsetzte. Auf Sicht der nächsten zwölf Monate sehen wir die Rendite zehnjähriger US-Schatzanweisungen bei 3,1 Prozent.

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 auch 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 geraten zunehmend unter Druck. Handelsbeschränkungen seitens der USA drohen zu einer Belastung für den Welthandel zu werden. Die davon ausgehende negative Stimmung überlagert inzwischen die eigentlichen Unterstützungsfaktoren wie die zum Teil guten Fundamentaldaten, die vergleichsweise hohen Rohstoffpreise und die Umsetzung von Reformen in einigen Ländern. In den letzten Wochen sind die US-Renditen zwar nicht mehr nennenswert gestiegen, bei Renditen von rund 3 Prozent für zehnjährige Papiere überlegen viele US-Investoren aber dennoch, ob die höheren Risiken in den Schwellenländern ausreichend entlohnt werden. Wir gehen nicht davon aus, dass der Druck hier anhält und die US-Renditen im selben Tempo weiter steigen. Das Umfeld dürfte aber volatiliter werden. Länderspezifische Risiken lasten inzwischen merklich auf der Stimmung der Investoren. Auf kurze Sicht haben sich die Perspektiven für die Region somit etwas eingetrübt.

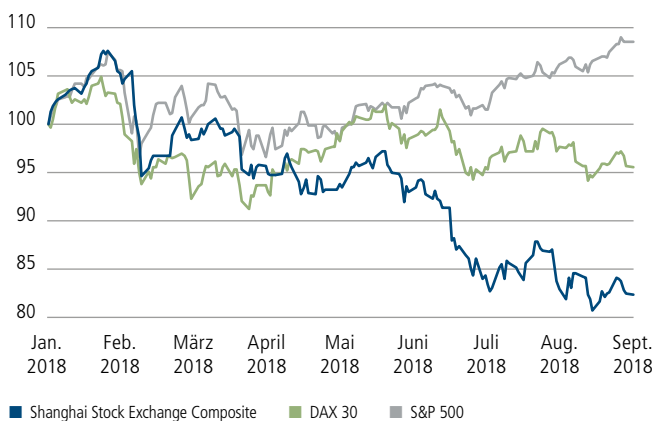
# Aktien

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Große Gewinner waren einmal mehr die US-Börsen. Die Berichtssaison lieferte ausgesprochen gute Unternehmensergebnisse
- Technologiewerte sind weiterhin gefragt. Apple erreichte eine Marktkapitalisierung von über 1 Billion US-Dollar. In Asien stand der Sektor jedoch unter Druck
- Wir bevorzugen derzeit sowohl in den USA als auch in Europa eine bewusst ausgewogene Branchenallokation. Dabei meiden wir Titel aus der Medienbranche und favorisieren vor allem Software-Werte

## Handelsstreit zwischen den USA und China – Börse in Shanghai weiter klarer Verlierer

Indexierte Wertentwicklung seit 1. Januar 2018, in Prozent



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

## Aktuelle Entwicklung

**Euroraum:** Europäische Aktien haben im August Kursverluste verzeichnet. Der EURO STOXX 50 gab 3,8 Prozent nach und der marktweite STOXX Europe 600 2,4 Prozent. Die im MSCI Europe Small and Mid Caps gelisteten Unternehmen mit niedriger und mittelgroßer Marktkapitalisierung schlossen 0,4 Prozent leichter. Zu Monatsbeginn lasteten vor allem die Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China auf den Notierungen. Aufgrund der geopolitischen Spannungen nahm die Risikofreude am Kapitalmarkt merklich ab. Angesichts der Inhaftierung des US-Priesters Brunson schaukelten sich die Spannungen zwischen US-Präsident Trump und dem türkischen Präsidenten Erdoğan auf. Es kam zu deutlichen Turbulenzen am türkischen Währungsmarkt, die schließlich auch andere Anlageklassen in Mitleidenschaft zogen. Europäische Aktien notierten zur Mitte der Berichtsperiode knapp 5 Prozent leichter, konnten sich in der Folge aber wieder etwas erholen.

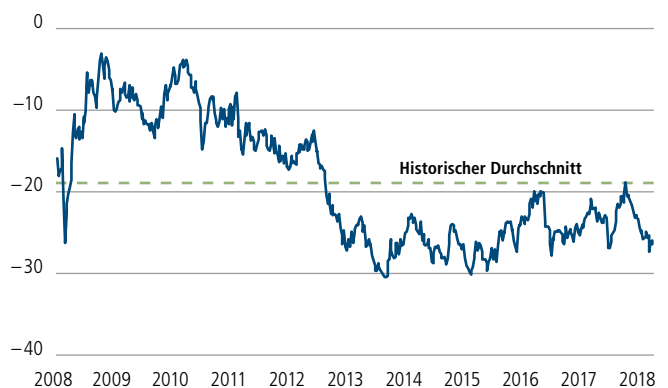
Aktien	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz*
MSCI AC World	0,6%	1,9%	↑
MSCI World	1,0%	3,4%	↑
MSCI Emerging Markets	-2,9%	-8,8%	→
DAX 30	-3,4%	-4,3%	↑
EURO STOXX 50	-3,8%	-3,2%	↑
S&P 500	3,0%	8,5%	↑
Nikkei 225	1,4%	0,4%	↑

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

Quelle: Datastream. Stand: 31. August 2018.

## Stärke des US-Dollars und wachsende handelspolitische Spannungen belastend für Börsen in den Schwellenländern

Bewertungsdifferenz Kurs-Gewinn-Verhältnis MSCI EM gegenüber MSCI World, in Prozent



Quelle: Union Investment, FactSet. Stand: 3. September 2018.

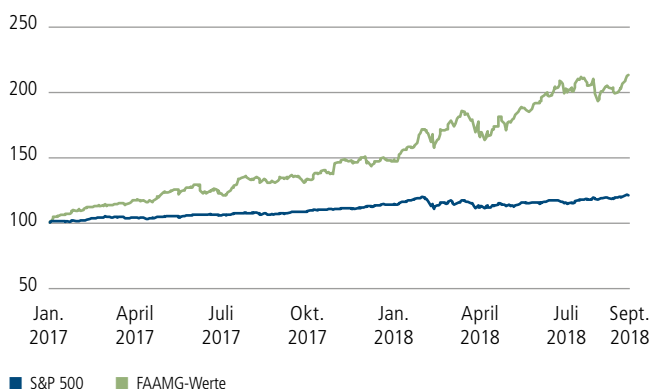
**USA:** Die Aktienmärkte in den USA haben im August ihren positiven Trend fortgesetzt und Kurssteigerungen verzeichnet. Der Dow Jones Industrial Average verbesserte sich um 2,2 Prozent, der marktweite S&P 500 kletterte 3,0 Prozent und erreichte ein neues Rekordhoch. Besonders stark schnitten die Sektoren IT und Gesundheitswesen ab. Eher schwach entwickelten sich Banken und der Bereich Luftfahrt und Verteidigung. Nach Abschluss der Berichtssaison ergab sich ein positives Bild für die US-Unternehmenswelt: Insgesamt weisen die S&P-500-Konzerne bei einem Umsatzwachstum von etwa 10 Prozent ein überdurchschnittlich kräftiges Gewinnplus von etwa 25 Prozent gegenüber dem Vorjahr aus. Neben starken Konjunkturdaten und guten Unternehmensberichten wurden die Börsen zuletzt auch durch Aktienrückkäufe getrieben. Das Volumen der genehmigten Aktienrückkaufprogramme aller gelisteten US-Unternehmen könnte 2018 die Schwelle von 1 Billion US-Dollar überschreiten. Angesichts einer Kapitalisierung des US-Markts von etwa 32 Billionen US-Dollar entspricht das gut 3 Prozent des Marktvolumens.

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

# Aktien

## Technologiewerte in den USA (FAAMG\*) mit neuen Höchstständen

Indexierte Wertentwicklung seit 1. Januar 2018



\* FAAMG-Werte = Facebook, Apple, Amazon, Microsoft und Google.  
Quelle: Union Investment, Thomson Reuters, Datastream. Stand: 2. September 2018.

**Japan:** Die wirtschaftliche Entwicklung in Japan erwies sich zuletzt als überraschend robust, wenngleich die von der US-Regierung ausgehenden handelspolitischen Spannungen weiterhin ein Belastungsfaktor sind. Die Leitindizes an der Börse in Tokio entwickelten sich in diesem Umfeld unterschiedlich: Der Nikkei 225 kratzte mehrmals an der Marke von 23.000 Punkten und legte im August um 1,4 Prozent zu. Hingegen verlor der marktbreitere Topix-Index rund 1 Prozent. Wichtigster Treiber für die Kursentwicklung an der Börse in Tokio war die Berichtssaison für das zweite Quartal, die im August ihren Höhepunkt erreichte. Überzeugende Unternehmensergebnisse unter den Indexschwergewichten waren beim Technologie- und Telekomkonzern Softbank (+11,2 Prozent), beim Personaldienstleister Recruit Holdings (+10,9 Prozent) und beim Elektronikkonzern Sony (+8,9 Prozent) zu beobachten.

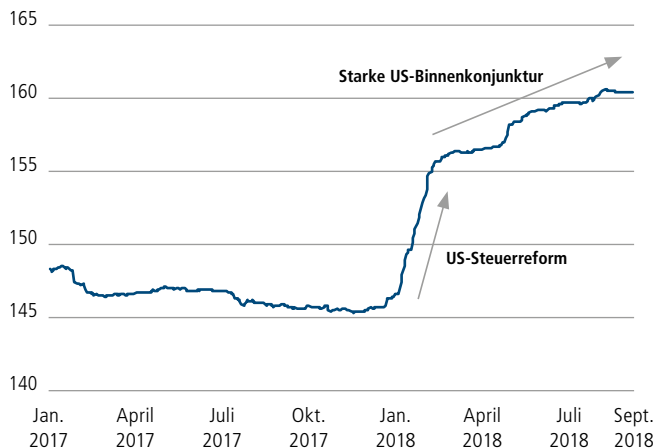
**Schwellenländer:** Die Kursentwicklung an den Börsen der aufstrebenden Volkswirtschaften verlief sehr heterogen. Es verwundert sicherlich nicht, dass die Region Lateinamerika mit den Brennpunkten in Argentinien und Brasilien das Schlusslicht war. Andere Länder legten aber sogar leicht zu. In Summe verloren die Aktienmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften somit nur 0,7 Prozent an Wert. Verglichen mit einem Minus von mehr als 3 Prozent beim DAX Index erscheint das doch eher wenig.

### Ausblick

In den letzten Wochen erhielt die US-Wirtschaft nochmal einen kleinen Schub. Für die Zukunft kann es aber kaum besser werden. In Summe lässt sich daher sagen, dass die globale Konjunkturdynamik wohl ihren Höhepunkt überschritten hat. Grund zur Sorge

## Steigende Gewinnerwartungen in den USA

S&P 500: Gewinn je Aktie für das Jahr 2018



Quelle: Union Investment, Thomson Reuters Datastream. Stand: 3. September 2018.

ist das aber nicht, denn eine nennenswerte Abschwächung ist vorerst nicht in Sicht. Die USA wiesen zuletzt die stärkste wirtschaftliche Dynamik auf und profitieren weiter vom kräftigen Fiskalimpuls. Wir befinden uns in den USA bereits im neunten Jahr des Konjunkturzyklus. Der aktuelle Aufschwung dauert daher ungewöhnlich lange, was eine gewisse Zurückhaltung einiger Marktakteure erklärt.

Die wechselhafte Politik der US-Regierung wird mit Sicherheit auch in den kommenden Wochen ein Störfaktor bleiben. Schon jetzt trübt die Androhung neuer Zölle die Erwartungen der Anleger und sorgt für Verunsicherung. Hierunter leiden sowohl Aktien aus den Schwellenländern als auch aus Europa. Die Region der aufstrebenden Volkswirtschaften verliert zudem 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 Haushaltsdefiziten. Zuletzt belasteten auch die Budgetverhandlungen in Italien. Mit Blick auf die (geo-)politischen Risiken sind im Monat September eine Reihe von Weichenstellungen zu erwarten.

Die guten Unternehmensdaten sorgten jüngst wieder für Rückenwind und machten deutlich, dass Anleger zu Käufen bereit sind, sofern sie sich auf die Fundamentaldaten konzentrieren können und das Geschehen nicht von (geo-)politischen Störfaktoren überlagert wird. Unter regionalen Gesichtspunkten favorisieren wir Titel aus den USA vor Werten aus Europa und den Schwellenländern. In Europa schwächen sich die negativen Effekte aus dem festen Euro zu Jahresbeginn allmählich ab, sodass sich die Aussichten perspektivisch etwas verbessern dürften.

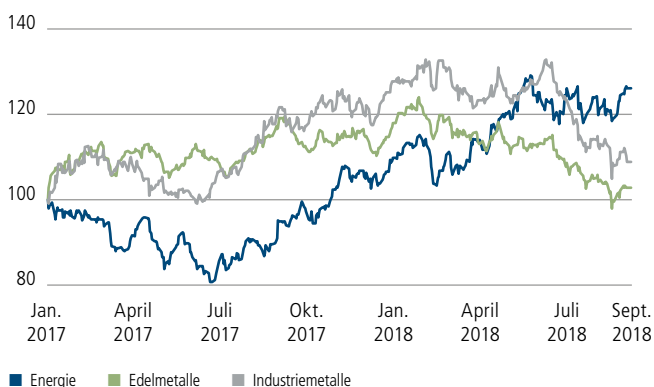
# Rohstoffe

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Rohstoffe verbuchten den dritten Monat in Folge Verluste
- Der Zuwachs im Energiesektor vermochte es nicht, die Rückgänge bei Ed- und Industriemetallen zu kompensieren
- Die Sorge um den Welthandel lastete erneut auf Industriemetallen, die herbe Verluste hinnehmen mussten
- Gemessen am MS RADAR ex. Agrar ergab sich insgesamt ein Minus von 1,7 Prozent
- Trotz ansteigender Inflation in den USA verlor Gold weiter an Wert. Renditen von knapp 3 Prozent für US-Staatsanleihen stellen eine Anlagealternative dar

## Industriemetalle seit Jahresbeginn schwach

Indexierte Wertentwicklung der Rohstoffsektoren seit Anfang 2017, in Prozent



Quelle: Bloomberg. Stand: 3. September 2018.

## Aktuelle Entwicklung

Die Handelsstreitigkeiten zwischen China und den USA gehen auch am Energiemarkt nicht spurlos vorbei. Schließlich sind die beiden Nationen zugleich die größten Ölverbrauchsländer der Welt. Es verwundert daher nicht, dass die Sorge um einen Handelsstreit die Ölnachfrage belasten könnte. Inzwischen ist das aber eine gewissermaßen bekannte Unbekannte, weshalb überraschend rückläufige US-Rohölvorräte den Markt stützten. Gleichzeitig kommen immer mehr Zweifel auf, ob Saudi-Arabien und die anderen OPEC-Mitglieder einen vollständigen iranischen Produktionsausfall kompensieren könnten, wenn die US-Sanktionen gegen das Land in Kraft treten. Der Energiesektor legte daher im August 3 Prozent zu. Im Bereich der Industriemetalle lastet der Handelskonflikt weitaus stärker auf den Notierungen. In der ersten Monatshälfte kam überdies ein fester US-Dollar hinzu. Die größten Einbußen mussten Nickel und Zink mit jeweils mehr als 8 Prozent hinnehmen.

Rohstoffe	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz*
MS RADAR ex. Agrar	-1,7%	-4,8%	➔
MS RADAR Energie	3,0%	14,9%	➔
MS RADAR Edelmetalle	-3,0%	-12,8%	➔
MS RADAR Industriemetalle	-5,2%	-14,7%	➔
Öl (Brent)*	4,4%	17,5%	➔
Gold*	-1,9%	-7,8%	➔

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

## Gold kann von der Unsicherheit erneut nicht profitieren

Entwicklung seit 1. Januar 2016, in US-Dollar



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

## Ausblick

Wir befinden uns derzeit in einer spätzyklischen Konjunkturphase. Historisch betrachtet erwirtschaften Rohstoffe in dieser Zeit die größten Gewinne. Auch aus fundamentaler Sicht spricht derzeit viel für Rohstoffe. Vielfach werden bereits Knappheitsprämien gezahlt. Die geopolitische Lage überschattet allerdings die eigentlich gute Situation. Gerade Industriemetalle waren zuletzt ein Spielball des US-Dollars und auch der Nachrichten zum Handelskonflikt. In diesem volatilen Umfeld fällt es schwer sich zu positionieren, weshalb wir uns zumindest vorerst beobachtend an die Seitenlinie zurückziehen. Grundsätzlich stehen wir dieser Anlageklasse aber derzeit positiv gegenüber.

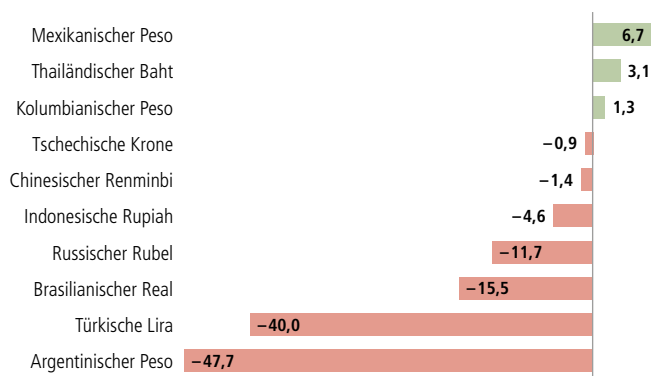
# Währungen

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Das Währungspaar Euro/US-Dollar bewegte sich in Summe kaum, kann aber auf einen volatilen Monatsverlauf zurückblicken
- Größere Bewegungen gab es in den Schwellenländern
- Die Türkische Lira setzte ihre Talfahrt ebenso fort wie der Argentinische Peso
- Die Abwertung des Chinesischen Renminbi aus dem Vormonat kehrte sich wieder etwas um
- Auf Sicht von zwölf Monaten rechnen wir mit einem wieder festeren Euro zum US-Dollar

## Folgen des Handelsstreits belasten Währungen der Schwellenländer

Veränderung zum Euro seit Januar 2018, in Prozent



Quelle: Bloomberg; Thomson Reuters Datastream. Stand: 4. September 2018.

## Aktuelle Entwicklung

Blickt man auf Anfangs- und Endkurs des Währungspaares Euro/US-Dollar scheint im August nicht viel passiert zu sein. Auf lediglich 0,8 Prozent beläuft sich die Abwertung des Euros auf Monats-sicht. Doch zwischendurch war die Bewegung groß. Bis Mitte August setzte sich die Dollar-Stärke, getrieben unter anderem vom weiterhin hohen Zinsdifferenzial, fort. Die Marke von 1,13 US-Dollar je Euro stellte dann am 15. August aber den Wendepunkt dar. Der monatelange Gegenlauf der konjunkturellen Entwicklung in den USA und im Euroraum scheint beendet, die Konjunkturindikatoren nähern sich wieder an. Zudem traten Belastungsfaktoren für den Euro, wie eine Verschärfung der Budgetdebatte in Italien, zeitweilig in den Hintergrund. Erneut heftige Bewegungen gab es bei einzelnen Schwellenländerwährungen. Die Türkei und Argentinien hatten mit kräftigen Abwertungen der Lira beziehungsweise des Pesos zu kämpfen. Beide Landeswährungen werteten dabei um mehr als 24 Prozent ab.

Währungen gegenüber Euro	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz*
US-Dollar	0,8 %	3,5 %	→
Britisches Pfund	-0,5 %	-0,8 %	→
Japanischer Yen	1,5 %	5,0 %	→
Schweizer Franken	3,0 %	4,1 %	→

Quelle: Datastream. Stand: 31. August 2018.

## Abwertung des Renminbi vorerst gestoppt – USA dürften das wohlwollend zur Kenntnis nehmen

Entwicklung seit 1. Januar 2018, in US-Dollar



Quelle: Thomson Reuters, Datastream. Stand: 4. September 2018.

## Ausblick

Die Konjunkturdaten im Euroraum haben sich zuletzt stabilisiert. Die in den letzten Wochen zu beobachtende Divergenz in der wirtschaftlichen Entwicklung zu den USA hat wieder etwas abgenommen. Der Trend zu einem festeren US-Dollar wurde daher zunächst einmal gestoppt. Noch erhält die US-Wirtschaft 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 dann 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.

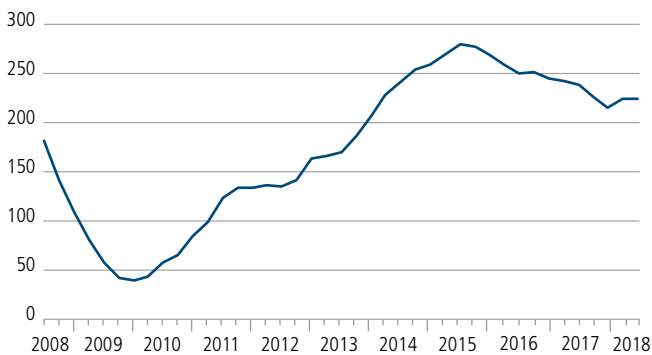
# Immobilien

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Das Mietpreiswachstum auf den deutschen Büromärkten wird auch im zweiten Halbjahr andauern
- Auch in Europa steigen die Büromieten, was sich im weiteren Jahresverlauf fortsetzen wird
- Auf den US-amerikanischen Büromärkten steigen die Mieten im Schnitt der Standorte noch. Das Mietpreiswachstum wird sich perspektivisch abschwächen
- Der Mietpreisrückgang in Seoul belastet die Durchschnittswerte in Asien/Pazifik. Der Ausblick für Kuala Lumpur, Tokio, Singapur und Sydney ist aber positiv

## Entwicklung des Transaktionsvolumens in den USA

Rollierender 12-Monats-Durchschnitt, in Milliarden Euro



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

## Aktuelle Entwicklung

Der Investmentmarkt in den USA ist gut in das Jahr 2018 gestartet. Insgesamt wurden in den ersten sechs Monaten etwa 132 Milliarden US-Dollar in Gewerbeimmobilien investiert, etwa 9 Prozent mehr als im ersten Halbjahr 2017. Für dieses gute Ergebnis sorgten in erster Linie einheimische Investoren, die für 85 Prozent des Transaktionsvolumens verantwortlich waren. Das Investitionsvolumen ausländischer Investoren hingegen verringerte sich im ersten Halbjahr 2018 deutlich gegenüber dem Vorjahreszeitraum um rund ein Drittel. Aufgrund des Anstiegs der US-Zinsen und der im Zuge dessen gestiegenen Währungsabsicherungs- und Finanzierungskosten rechnet sich gerade für europäische Marktakteure nicht mehr jedes Investment. Das aktuelle Transaktionsvolumen lag erneut über dem langjährigen Durchschnitt, da der sehr transparente US-Markt nach wie vor von der guten Produktverfügbarkeit und -vielfalt sowie der noch immer guten konjunkturellen Entwicklung profitiert. Die weiterhin bestehende Attraktivität der einzelnen Standorte zeigt sich auch daran, dass Ende Juni 2018 vier US-amerikanische Städte beziehungsweise Regionen unter den zehn Standorten mit dem weltweit höchsten Transaktionsvolumen zu finden waren. New York lag nur knapp hinter London als beliebtester Immobilienmarkt weltweit.

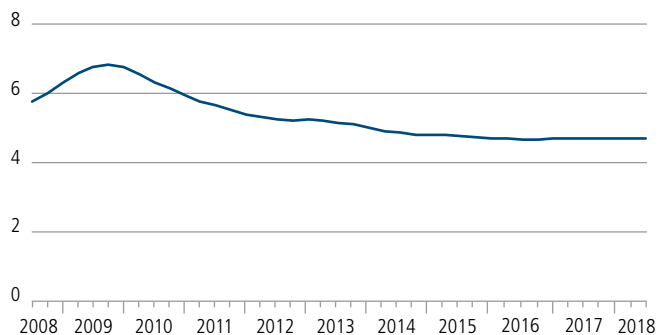
Büromieten*	Veränderung zum Vorquartal		Veränderung zum Vorjahr		Tendenz*
	Q1 2018	Q2 2018	Q1 2017	Q2 2017	
Deutschland	0,9%	■	4,9%	■	↑
Europa (ohne Deutschland)	1,0%	■	5,2%	■	↑
USA	0,1%	■	2,1%	■	↑
Asien/Pazifik	1,5%	■	7,5%	■	↑

\*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. Juni 2018. Daten werden quartalsweise aktualisiert.

## Entwicklung der Büroanfangsrenditen in den USA

Durchschnitt, in Prozent\*



\*Durchschnitt der elf größten US-amerikanischen Büromärkte.

Quelle: CoStar. Stand: 30. Juni 2018.

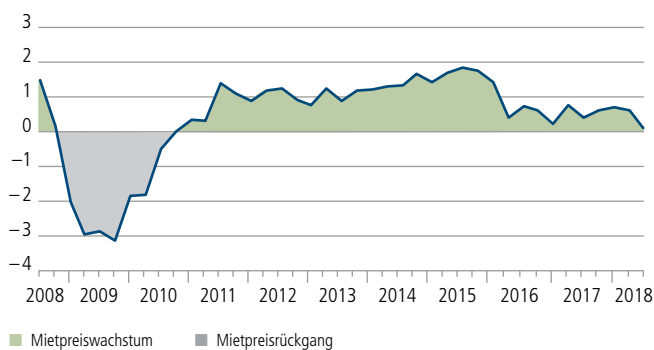
Die relativ positive Entwicklung auf dem Investmentmarkt spiegelte sich auch bei den Büroimmobilienrenditen wider. Die noch immer hohe Investorennachfrage sorgte dafür, dass die Spitzenrendite im Durchschnitt der elf US-amerikanischen Top-Bürostandorte am Ende des zweiten Quartals 2018 unverändert bei 4,7 Prozent lag. Der Fokus der Investoren verlagerte sich zunehmend auf Neubauten, was den weiter anhaltenden Trend zu qualitativ hochwertigen Objekten widerspiegelt und entsprechende Auswirkungen auf die Preisgestaltung in dieser Kategorie hat. Auch wenn auf den meisten Märkten eine stabile Entwicklung auf hohem Niveau zu beobachten war, signalisieren die ersten Renditeanstiege allerdings ein mögliches Ende der aktuellen Boomphase. Die niedrigste Spitzenrendite wurde weiterhin mit rund 3,5 Prozent in New York registriert.

Auf den Bürovermietungsmärkten zeigte sich weiterhin eine positive Entwicklung und eine Fortsetzung des bereits lang anhaltenden Wachstumstrends. Die Büroflächennachfrage ist in den letzten Jahren spürbar gestiegen, obwohl viele Unternehmen dem Trend gefolgt sind, die Flächeneffizienz zu erhöhen und entsprechend die Bürofläche pro Mitarbeiter zu reduzieren.

## Immobilien

### Quartalsweise Veränderung der Bürospitzenmiete in den USA

Durchschnitt, in Prozent\*



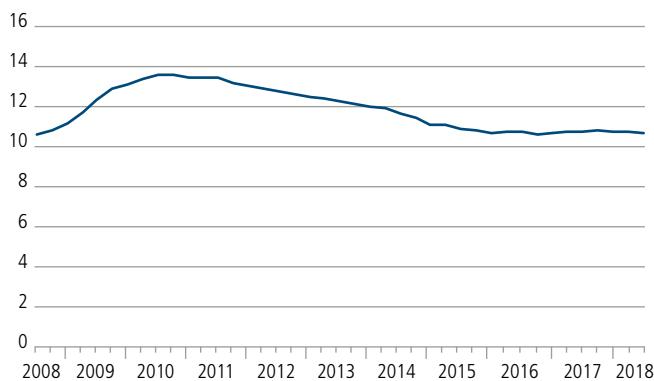
\* Durchschnitt der elf größten US-amerikanischen Büromärkte.  
Quelle: CoStar. Stand: 30. Juni 2018.

Allerdings hat sich die in den letzten Jahren erheblich gestiegene Büroflächennachfrage unterdessen etwas abgeschwächt. Neben dem sehr engen Arbeitsmarkt werden auch erste Anzeichen eines nachlassenden Beschäftigtenwachstums sichtbar, da die ersten Babyboomer in den Ruhestand gehen. Die Leerstandsrate ist im Durchschnitt der elf beobachteten US-amerikanischen Bürometropolen trotz zum Teil erheblicher Baufertigstellungen gegenüber dem Vorjahresquartal leicht zurückgegangen und lag am Ende des zweiten Quartals bei etwa 10,7 Prozent. Es ist davon auszugehen, dass die Zahl der im Bau befindlichen Flächen im Jahr 2017 ihren Höhepunkt im aktuellen Zyklus erreicht hat. Demnach werden diese Flächen innerhalb der nächsten zwei Jahre für eine Angebotsausweitung auf den Märkten sorgen. Auch wenn die Zahlen auf nationaler Ebene noch immer deutlich unter jenen der Boomphase der Jahre 2000/2001 liegen, gibt es einige Metropolen – wie New York, San Francisco, Seattle oder San José – in denen das Volumen der im Bau befindlichen Flächen bereits ähnlich groß ist wie damals.

Gleichzeitig hat die landesweit nach wie vor relativ starke Nachfrage nach qualitativ hochwertigen Büroflächen dafür gesorgt, dass die Mieten auch im ersten Halbjahr 2018 zum Teil spürbar gestiegen sind. Für entsprechende Standards – also vor allem eine zentrale Lage, eine gute Infrastruktur und eine hochwertige Innenausstattung – sind US-Unternehmen weiterhin bereit, den dafür fälligen Aufpreis zu zahlen. Im Durchschnitt der Standorte erhöhten sich die Mietpreise nochmals um 2,1 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal. Die Zuwachsrate fiel damit erneut deutlich geringer aus als die Mietpreissteigerungen, die zwischen 2011 und 2015 in den USA zu beobachten waren. Dies verdeutlicht die erwartungsgemäß nachlassende Wachstumsdynamik auf den spätyklichen US-Büromärkten. Hervorzuheben ist nach wie vor die Entwicklung in Atlanta und Seattle, die mit 5,4 Prozent beziehungsweise gut 4,4 Prozent überdurchschnittliche Wachstumsraten aufwiesen. In Atlanta sorgten weiterhin Unternehmen aus verschiedenen Branchen für eine

### Entwicklung der Leerstandsquote in den USA

Durchschnitt, in Prozent\*



\* Durchschnitt der elf größten US-amerikanischen Büromärkte.  
Quelle: CoStar. Stand: 30. Juni 2018.

hohe Nachfrage. So unterschrieben jüngst beispielsweise der Kabelnetzbetreiber und Telekommunikationsanbieter Comcast sowie der Großhändler HD Supply Mietverträge über große, moderne Büroflächen (etwa 24.200 m<sup>2</sup> und 20.600 m<sup>2</sup>) und auch das aus Atlanta stammende Softwareunternehmen SalesLoft hat angekündigt, seine Büroflächen auf rund 6.500 m<sup>2</sup> auszuweiten. Sowohl in Atlanta als auch in Seattle ist der Technologiesektor nach wie vor der Hauptwachstumstreiber. Neben Amazon expandieren weitere zahlreiche große Unternehmen wie Facebook, Google und Microsoft in Seattle. Gleichzeitig war allerdings auch zu beobachten, dass an Standorten wie New York, Washington und San Francisco die Mietpreise im Vergleich zum Vorjahr stagnierten beziehungsweise sich leicht rückläufig entwickelten. Hier deutet sich demnach ein Ende des enormen Wachstums der letzten Jahre an.

### Ausblick

Wir sehen die USA nach wie vor in einem eher reifen Stadium des Konjunkturzyklus. Zwar hat die republikanische Alleinregierung zum Jahresende 2017 mit der Steuerreform nun doch noch ein größeres Entlastungspaket auf den Weg gebracht, aber es ist aufgrund der zyklischen Lage und der Struktur des Pakets lediglich ein leichter Nachfrageimpuls für 2018 und 2019 mit eher geringer Multiplikatorwirkung zu erwarten. Zwar dürften die Büromärkte in den USA noch von den weiterhin robusten konjunkturellen Aussichten profitieren. Allerdings ist zu beachten, dass der aktuelle Immobilienmarkt-Zyklus in den USA bereits weit fortgeschritten ist und perspektivisch eine nachlassende Wachstumsdynamik prognostiziert wird. Die USA bleiben aufgrund ihrer Größe und der hohen Marktliquidität auch weiterhin ein interessantes Investitionsziel für Immobilieninvestoren. Vor dem Hintergrund eines weiter steigenden Zinsniveaus und einer nachlassenden Mietpreisdynamik ist aber davon auszugehen, dass das Transaktionsvolumen zurückgehen wird und auch die Renditen wieder moderat steigen werden.



## 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. September 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 Dokuments oder seines Inhalts entstehen, übernommen.

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

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

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

## Ihre Kontaktmöglichkeiten in Österreich

Union Investment Austria GmbH  
Schottenring 16  
A-1010 Wien

## Weitere Kontaktadresse für Anleger in Österreich

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

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

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

## Ihre Kontaktmöglichkeiten in der Schweiz

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

## Weitere Kontaktadressen für Anleger in der Schweiz

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

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

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