



**„Nach dem starken Jahresauftakt war eine Korrektur überfällig. Der Abverkauf Anfang Februar war rein technisch getrieben, die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen sind ungeachtet dessen weiter hervorragend und eröffnen Chancen für weitere Kursanstiege.“**

**Michael Herzum**, Manager des Union Investment Committee



## **Februar 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

Nicht nur bei Aktien, auch bei Staatsanleihen, Rohstoffen und beim Euro war die Kursentwicklung in den ersten vier Wochen außergewöhnlich dynamisch. Kein Wunder, denn am positiven Kapitalmarktumfeld gibt es aktuell keinen Zweifel: Das Fundamentaltbild stimmt, die Schätzungen für das Wachstum der Weltwirtschaft tendieren inzwischen eher in Richtung 4,0 Prozent statt – wie noch vor ein paar Monaten – 3,5 Prozent. Dazu trägt mit Sicherheit auch die US-Steuerreform bei. Wie hoch der positive Effekt tatsächlich sein wird, lässt sich auch von Experten nur schwer schätzen. Viel wichtiger ist aber die davon ausgehende Signalwirkung für die Kapitalmärkte. Das Tempo der ersten Tage war jedoch sehr hoch und eine Konsolidierung überfällig. Was wir dann gesehen haben, war eine rein technische Korrektur mit hohen Umsätzen von systemgesteuerten, computerbasierten Investoren (flash crash). Mit hoher Wahrscheinlichkeit dürften sich die Marktteilnehmer demnächst aber wieder am Fundamentaltbild orientieren, das unverändert einen sehr guten Eindruck macht. Wir bleiben deshalb bei unserer neutralen Ausrichtung („RoRo“-Meter Stufe 3). Die weitere Entwicklung werden wir sehr genau beobachten und gegebenenfalls auch kurzfristig wieder Risiko aufbauen. Noch ist es dafür aber zu früh.

## Die wichtigsten weiteren Ergebnisse

**Konjunktur:** Der Trend zu höheren Wachstumsschätzungen setzt sich unvermindert fort. In den USA wird durch die Steuerreform mit einem zumindest kleinen Zusatzeffekt beim Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gerechnet. Am dynamischsten entwickelt sich aber die Eurozone, wo die stete Erhöhung der Prognosen langsam dazu führt, dass Anleger euphorisch werden. Unsere Wachstumsprognose für die Eurozone liegt 2018 bei 2,4 Prozent, es mehren sich aber Schätzungen, die sogar noch höher liegen (zum Beispiel J.P. Morgan mit 2,9 Prozent). Einzig bei China gibt es ein paar Fragezeichen, was aber, weil es ja anderswo so gut läuft, die Märkte nicht mehr derart nervös macht wie noch vor Kurzem.

**Inflation und Geldpolitik:** Trotz des beachtlichen Anziehens der Wirtschaftsdynamik sehen die meisten Inflationsprognostiker für die Eurozone kurz- bis mittelfristig keine Beschleunigung der Preissteigerungsraten, unter anderem wegen des starken Euro. So lange dies so bleibt, ist auch nicht mit Überraschungen seitens der Europäischen Zentralbank (EZB) zu rechnen. Es wird zwar erwartet, dass die Währungshüter der Eurozone in den nächsten Monaten den Ausstieg aus dem Wertpapier-Ankaufprogramm kommunikativ vorbereiten, um ihn dann ab Herbst allmählich umzusetzen. Gleichwohl sind aus heutiger Sicht Leitzinserhöhungen vor Mitte 2019 unwahrscheinlich.

**Renten:** Die Renditen von US-Treasuries und Bundesanleihen sind seit Jahresanfang spürbar gestiegen und haben sich beispielsweise bei den zehnjährigen Treasuries schon deutlich unserer Jahresendprognose (2,8 Prozent gegenüber aktuell 2,7 Prozent) genähert. Für einen weiteren starken Anstieg der Renditen fehlen derzeit

aber die Treiber. Mittelfristig gehen wir aber davon aus, dass sie weiter steigen werden.

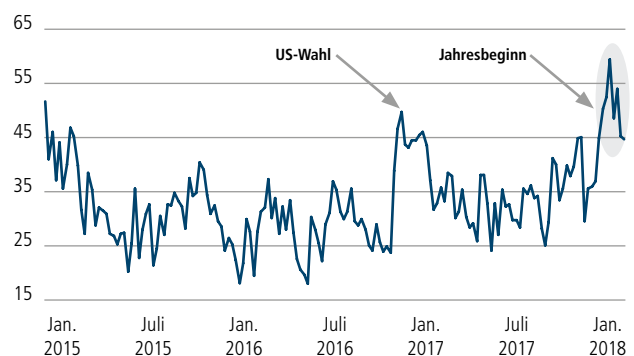
**Aktien:** Der S&P 500 hat den besten Jahresstart seit 1987 hingelegt, Schwellenländeraktien schafften es sogar (auf Indexebene), knapp zweistellig zuzulegen. Überwiegend beruhen die Kurssteigerungen auch auf höheren Gewinnerwartungen der Unternehmen. Insgesamt dürften diese Gewinnerwartungen teilweise sogar noch als konservativ einzuschätzen sein, denn Gewinnsteigerungen um die 15 Prozent (MSCI World) scheinen nicht unrealistisch. Die Berichtssaison für das vierte Quartal 2017 ist sehr gut angelaufen: Die Zahl der Unternehmen mit positivem Ausblick erreichte jüngst einen Rekordwert.

**Rohstoffe:** Kurzfristig knackte der Preis der Sorte Brent bereits die 70-Dollar-Schwelle und erreichte damit unsere Jahresendprognose. Auf dem aktuellen Preisniveau ist die US-Schieferöl-Produktion wieder rentabel. Bis dies signifikante Auswirkungen auf das Ölangebot hat, wird es zwar noch etwas dauern, sollte aber schon jetzt einen weiteren Preisanstieg (aus-)bremsen.

**Währungen:** Auch der Euro schloss sich zum Jahresauftakt den dynamisch steigenden Kursen an, gegenüber dem US-Dollar erreichte er zwischenzeitlich 1,25 Dollar je Euro und liegt derzeit knapp 3 Prozent im Plus. Auf den ersten Blick könnte man dies für überraschend halten angesichts der Markterwartung von 2,5 Zins-erhöhungen seitens der US-Notenbank Fed und des konjunkturellen Zusatzimpulses durch die US-Steuerreform. Letztlich scheinen die Marktteilnehmer aber davon überzeugt zu sein, dass das Konjunkturmomentum der Eurozone trotz des jetzigen Niveaus und des höheren Leistungsbilanzdefizits der USA bestehen bleibt und weiter wächst. Im Übrigen sind aus Investorensicht – zumindest bewertungstechnisch – Euroland-Aktien deutlich attraktiver als US-Werte. Unsere Experten haben deshalb die Jahresendprognose auf 1,30 Dollar je Euro angehoben.

## Markt war zu Jahresbeginn überkauft – Stimmung unter US-Investoren war ungewöhnlich positiv

Anteil der Befragten die in den kommenden 6 Monaten von steigenden Kursen ausgehen. AAI Bull Index seit Anfang 2015, in Prozent



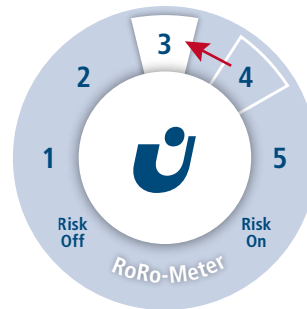
Quelle: Bloomberg. Stand: 7. Februar 2018.

# Die Märkte im Überblick

## Unsere aktuelle Risikoeinschätzung

- Das positive konjunkturelle Umfeld hält unvermindert an und führt zu steigenden BIP- und Gewinnprognosen
- Die US-Notenbank bleibt auf Kurs und wird in diesen Tagen eine geräuschlose Übergabe des Staffelstabs vollziehen. Die EZB dürfte langsam damit beginnen, das Ende ihrer Anleihekäufe kommunikativ vorzubereiten
- Die Märkte sind in den ersten Tagen sehr schnell gestiegen. Eine Konsolidierung war längst überfällig und ist für die weitere Entwicklung sehr gesund
- Unsere allgemeine Risikoeinschätzung („RoRo“-Meter) bleibt bei Stufe 3 (neutral)

## „RoRo“-Meter



Quelle: Union Investment. Stand: 30. Januar 2018. Letzte Änderung von 4 auf 3 am 10. Januar 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:** Wie erwartet zogen die Renditen zuletzt an. Die Bewegung war recht stark, weshalb kurzfristig eine Gegenbewegung immer wahrscheinlicher wird
- **Aktien:** Das Umfeld spricht unverändert für Aktien. Einige Märkte legten in den ersten Wochen zweistellig zu. Die Bewertungen sind jedoch ambitioniert, auch nach der gesehenen Korrektur. Wir bleiben daher vorerst an der Seitenlinie
- **Währungen:** In den vergangenen Wochen hat der Euro zum US-Dollar deutlich aufgewertet. Mittelfristig dürfte sich dieser Trend fortsetzen. Auch hier ist der Anstieg unseres Erachtens zu schnell gegangen, wir warten daher vorerst ab
- **Rohstoffe:** Langfristig sprechen die guten Konjunkturdaten für tendenziell steigende Notierungen. Kurzfristig nehmen wir eine abwartende Haltung ein
- Am Geldmarkt bleibt das Bild unverändert. Die Zinssätze liegen weiterhin nahe null und machen die Haltung von **Kasse** aus Renditesicht unattraktiv
- **Absolute-Return-Strategien** erscheinen aktuell etwas attraktiver
- Für **Immobilien** ist der Ausblick nach wie vor attraktiv. Deutschland wird weiterhin favorisiert

## Attraktivität der Anlageklassen

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

Quelle: Union Investment. Stand: 30. Januar 2018.

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

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



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

Quelle: Union Investment. Stand: 31. Dezember 2017. Einschätzung ist für drei Monate gültig.

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

## Prognosen

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

BIP	Deutschland	Euroraum	USA	Japan	China
2017	2,5 %	2,4 %	2,3 %	1,8 %	6,9 %
2018	2,4 %	2,4 %	2,5 %	1,4 %	6,4 %
2019	1,9 %	1,9 %	2,4 %	1,7 %	6,3 %

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

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

Aktien	DAX 30	EURO STOXX 50	S&P 500	Nikkei 225
Aktueller Stand*	12.700	3.480	2.760	22.700
In 3 Monaten	13.600	3.750	2.750	24.000
In 12 Monaten	14.000	3.900	2.850	25.500

Rohstoffe	Gold	Öl (Brent)	MS RADAR ex. Ag.
Aktueller Stand*	1.335	68	163
In 3 Monaten	1.300	68	161
In 12 Monaten	1.300	68	167

Währungen	Euro/US-Dollar	Euro/Britisches Pfund	Euro/Japanischer Yen	Euro/Schweizer Franken
Aktueller Stand*	1,25	0,88	137	1,16
In 3 Monaten	1,26	0,88	136	1,16
In 12 Monaten	1,30	0,90	138	1,18

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

\* Stand: 31. Januar 2018.

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

# Konjunktur

## Unsere Einschätzung in Kürze

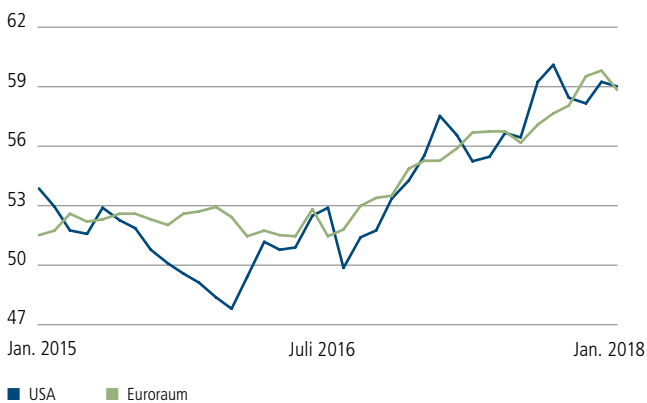
- Das Kapitalmarktumfeld bleibt positiv. Die Konjunkturdaten übertreffen weiterhin die Erwartungen und führen bei Analysten zu nach oben korrigierten Prognosen
- Trotz des zyklischen Drucks bleibt die Inflationsentwicklung moderat
- Noch ist unklar, wie hoch die Effekte der US-Steuerreform letztlich sein werden, eine positive psychologische Wirkung ist jedoch bereits zu spüren
- Ein Risiko bleibt die weitere Entwicklung in China. Derzeit ist das Reich der Mitte aber nicht auf dem Radar der Investoren

Konjunktur	Aktuell	Vor 1 Monat	Vor 3 Monaten	Vor 6 Monaten
ifo Geschäftsklimaindex	117,6	117,2	116,9	116,2
EU-Einkaufsmanagerindex	58,8	58,1	56,0	55,7
Inflation Euroraum	1,3	1,4	1,4	1,3
ZEW-Erwartungen Euroraum	31,8	29,0	26,7	35,6
US-Einkaufsmanagerindex (ISM)	53,8	54,1	55,2	54,6
US-Einzelhandelsumsätze	0,4	0,9	2,0	-0,1
US-Arbeitsmarkt (nfp)	200,0	160,0	271,0	190,0
Inflation USA	2,1	2,2	2,2	1,6

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

## Stimmung im verarbeitenden Gewerbe etwas besser

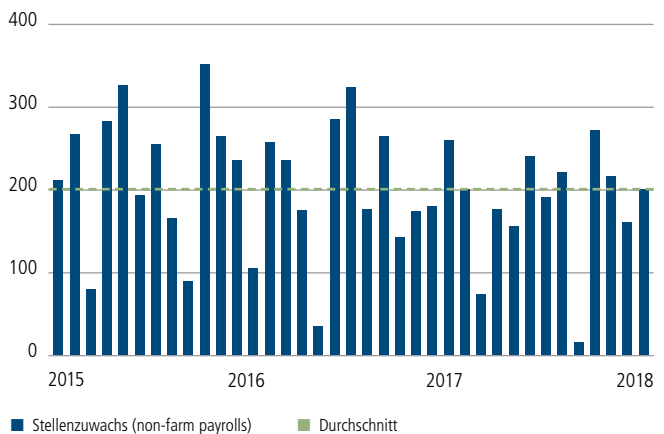
Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe, in Punkten



Quelle: Thomson Reuters, Datastream. Stand: 1. Februar 2018.

## US-Arbeitsmarkt entwickelt sich weiter robust

USA: Beschäftigungsveränderung, in Tausend



Quelle: Thomson Reuters, Datastream. Stand: 2. Februar 2018.

## Aktuelle Entwicklung

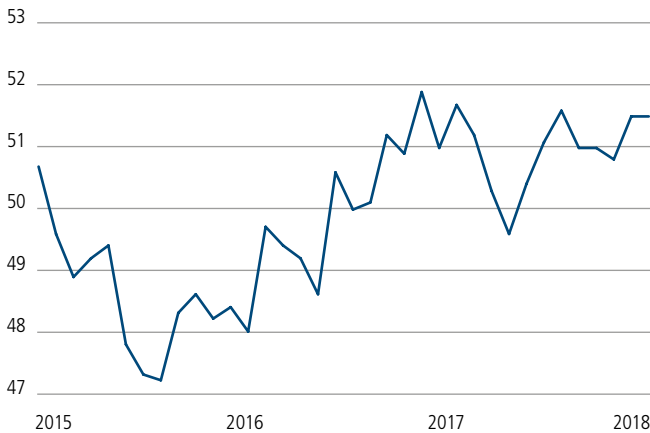
**Euroraum:** Kaiserwetter könnte man sagen: Der Konjunkturhimmel ist derzeit strahlend blau. Nicht einmal ein Schäfchenwölkchen vermag die momentane Sicht auf die Dinge zu trüben. Fast ausnahmslos positiv fielen daher auch im Januar die Wirtschaftsdaten im Euroraum aus. Auch wenn man sich mittlerweile schon etwas an die guten Nachrichten gewöhnt hat, erstaunt es dennoch, dass immer noch eine Steigerung auf dem ohnehin schon hohen Niveau möglich ist. Wichtige Frühindikatoren wie der Einkaufsmanagerindex von Markit oder die ZEW-Konjunkturerwartungen für den Euroraum legten abermals zu. Etliche Analysten erhöhten daher ihre Wachstumsprognose für das laufende Jahr. Inflationsdruck kommt bei all den guten Nachrichten dennoch nicht auf. Das Thema wird zwar immer stärker diskutiert, die Teuerungsrate im Euroraum verharnte aber dennoch bei 1,3 Prozent.

**USA:** Der Aufschwung der US-Wirtschaft geht erneut in die Verlängerung. Ein Ende des aktuellen Konjunkturzyklus ist noch nicht in Sicht. Alle Teilbereiche scheinen sich weiter dynamisch zu entwickeln. Wichtige Frühindikatoren konnten sich verbessern. So fiel der Einkaufsmanagerindex von Markit besser als erwartet aus. Rückenwind kam zudem von den Auftragseingängen für langlebige Wirtschaftsgüter. Gute Nachrichten gab es auch vonseiten der US-Verbraucher. Die Konsumentenstimmung verbesserte sich leicht und auch die Einzelhandelsumsätze lagen über den Erwartungen der Analysten. Lediglich am US-Häusermarkt gab es enttäuschende Daten. Der jüngste Renditeanstieg dürfte allerdings Baukredite verteuert haben. Wenig Neues gibt es von der Inflation: Die Teuerungsrate tendierten unverändert seitwärts.



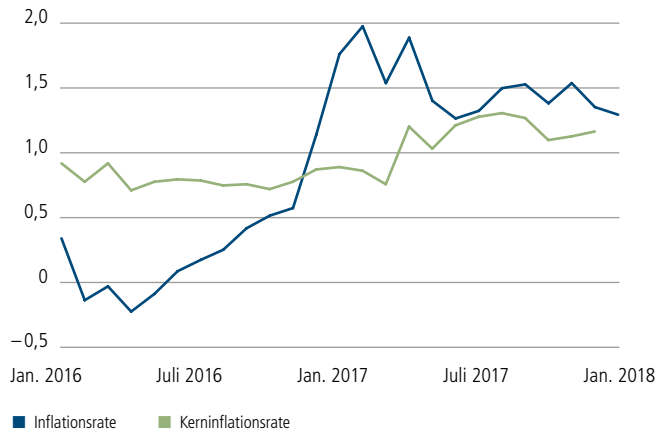
# Konjunktur

**Chinas Wirtschaft auf moderatem Wachstumskurs**  
Einkaufsmanagerindex (Caixin), in Punkten



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen. Stand: 2. Februar 2018.

**Nach wie vor kaum Inflationsdruck im Euroraum**  
Inflationsentwicklung, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters, Datastream. Stand: 1. Februar 2018.

## Ausblick

**Konjunktur:** Der Aufschwung der Weltwirtschaft hält unvermindert an. In nahezu allen Regionen bewegen sich wichtige Frühindikatoren über den Wachstumsschwellen. Besonders positiv stellt sich die Lage in Europa dar. Trotz des ohnehin schon hohen Niveaus konnten wichtige Frühindikatoren weiter zulegen. Teilweise liegen die Einkaufsmanagerindizes sogar über 60 Zählern. Die Erholung hat längst alle Länder erfasst. Im Euroraum steht der Aufschwung inzwischen auf sehr breitem Fundament. Selbst Italiens Wirtschaft verzeichnet nach einer mehrjährigen Schwächephase nun erfreuliche Zuwächse. Auch in Griechenland kommt zusehends Dynamik auf. Kleiner Wermutstropfen: Zukünftig dürfte es schwer werden, das hohe Wachstumstempo beizubehalten. Vorerst blicken wir aber sehr optimistisch auf die weitere Entwicklung. Politische Unsicherheiten sind zwar vorhanden (Wahl in Italien, Brexit-Verhandlungen, Krise in Nordkorea und dem Nahen Osten), finden derzeit aber kaum Berücksichtigung.

Die USA befinden sich in einem sehr reifen Stadium des Konjunkturzyklus. Verglichen mit vorangegangenen Aufschwüngen dauert der aktuelle Zyklus schon überdurchschnittlich lange. Nichtsdestotrotz profitieren auch die Vereinigten Staaten von der allgemein guten Konjunkturlage weltweit. Die jüngst verabschiedete Steuerreform dürfte der US-Wirtschaft Rückenwind verleihen und sie weiter auf Kurs halten. Im Kern der Reform geht es vor allem darum, die Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Unternehmen im internationalen Vergleich zu verbessern. Ein positiver psychologischer Effekt ist schon jetzt auszumachen. Erste Firmen beginnen zudem damit, Gelder aus dem Ausland in die USA zurückzuholen.

Das konjunkturelle Umfeld in China hat sich zuletzt wieder etwas stabilisiert, die weitere Entwicklung dürfte aber volatil bleiben. Präsident Xi Jinping dürfte die Reformbemühungen nun weiter vorantreiben – mit mittelfristig positiven Auswirkungen für die weltpolitische und -wirtschaftliche Rolle Chinas und die internationalen Kapitalmärkte. Bis dahin stehen die Entscheidungsträger aber noch vor enormen Herausforderungen, wie zum Beispiel die hohe Verschuldungsquote des Unternehmenssektors zeigt. Der Umbau dürfte zwar Wachstum kosten, der Zeitpunkt scheint angesichts der guten weltwirtschaftlichen Lage aber günstig.

**Inflation:** Die geringe Teuerung bleibt vielen Ökonomen ein Rätsel. Klar ist: Nach historischen Maßstäben ist die Inflation zu niedrig. Setzt man die Kernrate ins Verhältnis zur Produktionslücke, dem „output gap“, so tut sich eine erhebliche Diskrepanz auf. Die Kapitalmärkte haben es also mit einer Mischung aus zyklischem Inflationsdruck und strukturellen -dämpfern (wie Demografie, Globalisierung oder Digitalisierung) zu tun. Und je länger der Konjunkturzyklus dauert, umso stärker dürften die Aufwärtskräfte zutage treten und gegebenenfalls die Notenbanken auf den Plan rufen. Fakt ist aber auch: Erstens ist von Inflation bislang wenig zu sehen. Zweitens haben viele Zentralbanken bereits angekündigt, bei höheren Raten „durchzuschauen“ und nicht gleich das Ruder scharf in Richtung Straffung herumzureißen. Für den Moment droht also vonseiten der Inflation für das gute Kapitalmarktfeld keine Gefahr. Aber in diesem Jahr gilt es, bei dieser Kenngröße besonders wachsam zu sein.

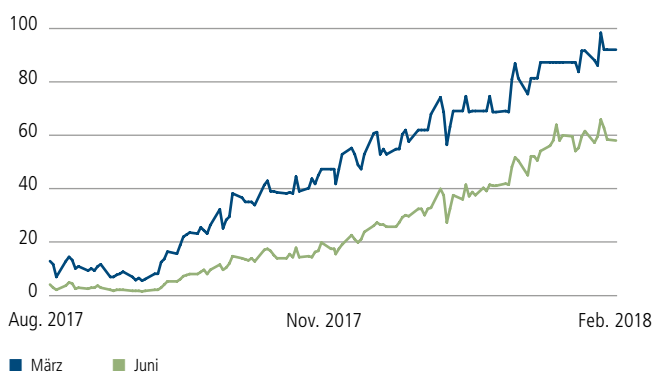
# Geldpolitik

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Grundsätzlich lässt sich konstatieren, dass die Unterstützung durch die Notenbanken perspektivisch abnehmen wird
- In den USA ist ein weiterer Zinsschritt im März fest eingepreist. Zwei weitere dürften in diesem Jahr noch folgen
- Jerome Powell plant keine großen Änderungen an der Ausrichtung der US-Geldpolitik. Bewegung könnte die Ernennung neuer Mitglieder des Offenmarktausschusses bringen
- Die EZB wird demnächst das Ende ihrer Anleihekäufe kommunikativ vorbereiten. Das könnte Marktteilnehmer verunsichern, zumal die guten Wirtschaftsdaten den Druck auf die EZB erhöhen

## Marktteilnehmer erwarten weitere Leitzinserhöhungen der Fed

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



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters, Datastream, Union Investment. Stand: 5. Februar 2018.

## Aktuelle Entwicklung

Auf der Sitzung der EZB im Januar wurden die Zinssätze ebenso bestätigt wie die Fortsetzung des Anleihekaufprogramms mit einem Volumen von 30 Milliarden Euro bis September 2018. Die EZB hielt sich die Möglichkeit zur Verlängerung oder gar zur Aufstockung offen, falls sich dies als notwendig erweisen sollte. Zudem blieb es beim Hinweis niedriger Leitzinsen für eine längere Zeit nach Beendigung des Ankaufprogramms. Damit verzichtete die EZB darauf, die teils erwartete Kommunikationsänderung zu vollziehen. Die Zentralbank dürfte aufgrund der guten Wirtschaftsdaten ihre Kommunikation zum Ankaufprogramm anpassen. Es ist davon auszugehen, dass die EZB zeitgleich zu ihren Projektionen im März und Juni kommunikativ ein Ende des Ankaufprogramms vorbereiten und es dann ab September 2018 sukzessive beenden wird.

Geldpolitik	Aktuell	Vor 1 Monat	Vor 3 Monaten	Vor 6 Monaten	Tendenz*
Leitzins Euroraum	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	➔
Leitzins USA	1,50 %	1,50 %	1,25 %	1,25 %	⬆
Leitzins Japan	-0,04 %	-0,06 %	-0,05 %	-0,06 %	➔
Leitzins Großbritannien	0,50 %	0,50 %	0,25 %	0,25 %	➔
3-Monats-EURIBOR	-0,33 %	-0,33 %	-0,33 %	-0,33 %	➔
Ankaufprogramm der EZB (QE) in Mrd. Euro	2.315,42	2.286,06	2178,57	2010,54	⬇

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

## EZB reduziert Kaufvolumen vor allem bei Staatsanleihen

EZB kauft weiterhin viele Unternehmensanleihen

Durchschnittliche Käufe pro Woche	Staatsanleihen	Unternehmensanleihen
2017	12,2 Milliarden Euro	1,5 Milliarden Euro
2018	4,8 Milliarden Euro	1,3 Milliarden Euro



Kürzung zum Jahreswechsel erfolgte vor allem zu Lasten von Staatsanleihen. Das Volumen bei Unternehmenspapieren hat sich kaum verringert.

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream; Stand: 2. Februar 2018

## Ausblick

Von einer restriktiven Geldpolitik sind wir ohne Zweifel noch weit entfernt. Aber: Die Unterstützung der Notenbanken wird weltweit weiter abnehmen. Die EZB hat zwar deutlich gemacht, dass Zinserhöhungen erst Mitte 2019 auf der Agenda stehen dürften. Mit Blick auf das hohe Wachstum könnten die Notenbanker aber in Erklärungsnot geraten. Auch die Ankündigung eines möglichen Endes des Kaufprogramms könnte unerwünschte Marktreaktionen auslösen. Die US-Notenbank dürfte weiter versucht sein, die Leitzinssätze auch trotz des Bilanzabbaus anzuheben, um Spielräume für den nächsten Abschwung zu haben. Dazu wird sie die Konjunktur und besonders den US-Arbeitsmarkt sehr genau beobachten. Die Wahrscheinlichkeit für eine Zinserhöhung im März liegt inzwischen bei 99 Prozent.



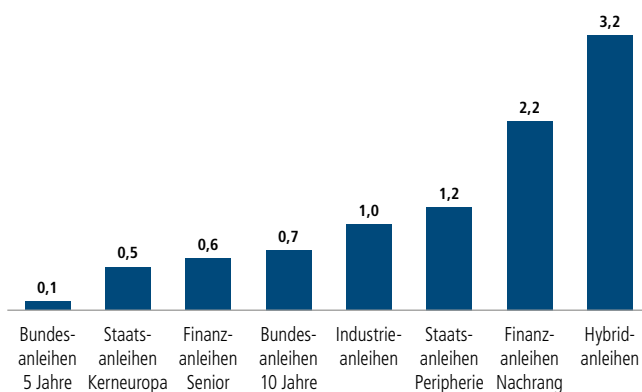
# Renten

## Unsere Einschätzung in Kürze

- US-Staatsanleihen litten im Januar unter einem Renditeanstieg und mussten Kursverluste hinnehmen
- Bundesanleihen gerieten ebenfalls unter Druck und tendierten schwächer
- Peripherieanleihen waren hingegen unverändert gefragt
- Anleihen der Schwellenländer starteten freundlich, litten aber zunehmend unter den höheren US-Renditen
- Die Neuemissionstätigkeit zog, wie im Januar üblich, wieder an
- Mit der Korrektur an den Aktienmärkten konsolidierten auch die Rentenmärkte nach dem starken Renditeanstieg der letzten Wochen

## Nachrangsanleihen bieten die höchsten Renditen

Aktuelle Renditen verschiedener europäischer Rentenklassen im Vergleich, in Prozent



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

## Aktuelle Entwicklung

**USA:** Der US-Rentenmarkt knüpfte im Januar an seine Entwicklung aus den Vormonaten an und musste erneut Verluste hinnehmen. Seit nunmehr fünf Monaten steigt die Rendite. Als belastend erwiesen sich im Januar gleich mehrere Komponenten. Zunächst einmal hielt der Trend zu guten Konjunkturdaten weiter an. Der Aufschwung geht daher trotz seiner Spätzyklus in die Verlängerung. Dies liegt auch an der beschlossenen US-Steuerreform. Noch ist nicht ganz klar, wie groß der Effekt letztlich sein wird. Einige US-Unternehmen kündigten aber bereits an, Gelder aus dem Ausland in die Heimat zurückzuholen und dort zu investieren. Hiervon ging in jedem Fall eine positive psychologische Wirkung aus. Im Umfeld einer etwas geringeren Nachfrage nach Anleihen kam ein Gerücht aus China zur Unzeit. Demnach hieß es, dass das Reich der Mitte überlegen würde, weniger US-Staatspapiere zu erwerben. Ein massiver Ankauf von US-Papieren von chinesischer Seite aus erfolgt zwar seit Jahren nicht mehr, dennoch brachte

Renten <sup>1</sup>	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz <sup>2</sup>
Staatsanleihen Kerneuropa	-1,0%	-1,3%	↓
Covered Bonds	-0,5%	0,1%	↓
Staatsanleihen Euro-Peripherie	0,7%	2,4%	→
Unternehmensanleihen IG	-0,3%	2,2%	→
Unternehmensanleihen HY	0,3%	6,0%	→
Staatsanleihen USA <sup>2</sup>	-1,4%	1,0%	↓
Staatsanleihen Schwellenländer <sup>3</sup>	0,0%	10,2%	→

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

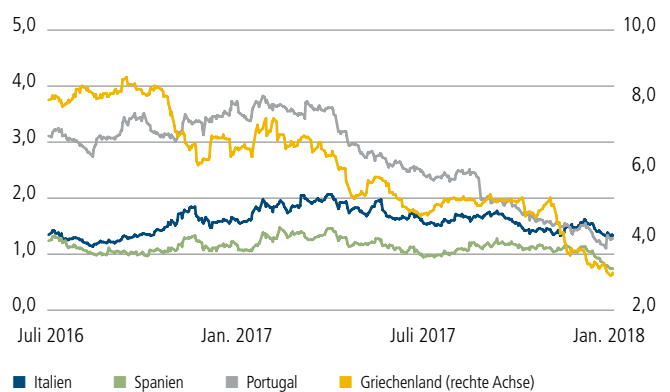
<sup>2</sup> Wertentwicklung in US-Dollar.

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

Quelle: Datastream. Stand: 31. Januar 2018.

## Peripherie: Risikoprämien (noch) fallend

Risikoaufschläge versus zehnjährige Bundesanleihen, seit 31. Dezember 2016, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters. Stand: 31. Januar 2018.

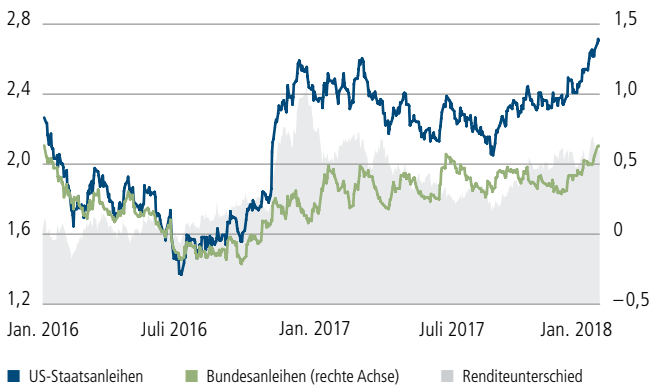
dies den US-Markt kurzzeitig unter Druck. Auf Indexebene (J.P. Morgan Global Bond US) verbuchten US-Schatzanweisungen im Januar einen Verlust von 1,4 Prozent.

**Euroraum:** Staatsanleihen aus den Kernländern begannen das neue Jahr mit Kursverlusten. Als belastend erwiesen sich neben den negativen Vorgaben aus den USA vor allem die unzähligen Kommentare der EZB-Mitglieder. Demnach haben sich in der EZB zwei Lager gebildet. Ein Teil des Gremiums mahnt einen zügigeren Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik an und fordert ein verbindliches Enddatum der Anleihekäufe. Ein abruptes Ende der Ankäufe im September stand zuvor nicht im Raum und sorgte somit für Verunsicherung. Peripherieanleihen zeigten sich hiervon hingegen unbeeindruckt und setzten ihren positiven Trend aus dem Vorjahr fort. Als stützend erwiesen sich gleich mehrere Ratingverbesserungen. Die Schatzmeister der jeweiligen Länder nutzten das positive Umfeld und begaben, wie im Januar üblich, viele Neuemissionen. Die Nachfrage nach den neuen Papieren war sehr

# Renten

## US-Renditen ziehen seit September an

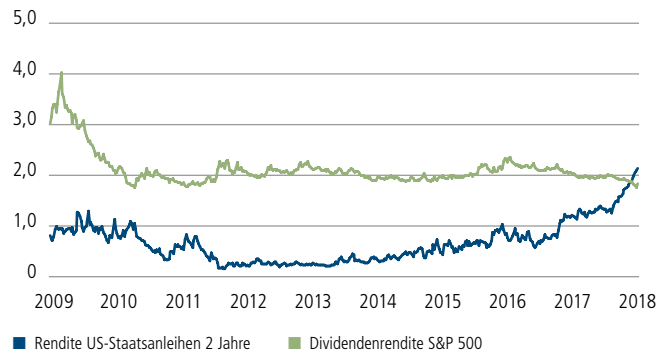
Zehnjährige US-Treasuries versus zehnjährige Bundesanleihen, seit 1. Januar 2016, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters. Stand: 31. Januar 2018.

## US-Renditen erstmals seit Jahren wieder über Dividendenrendite

Relative Attraktivität steigt und sorgt für Druck auf den Aktienmarkt. Entwicklung seit Anfang 2009, in Prozent



Quelle: Bloomberg. Stand: 5. Februar 2018.

hoch. Die kräftigen Zugewinne bei Peripherieanleihen (+ 0,7 Prozent) konnten allerdings die Verluste bei Kernanleihen (-1,0 Prozent) nicht vollständig kompensieren. Gemessen am iBoxx Euro Sovereign verloren europäische Staatsanleihen im Januar 0,4 Prozent an Wert.

**Unternehmensanleihen:** Im von steigenden Zinsen geprägten Marktumfeld gab der Gesamtmarkt für europäische Unternehmensanleihen zum Jahresauftakt etwas nach. Auf Indexebene (ICE BoA Merrill Lynch Euro Corporate, ER00) tendierten entsprechende Investment-Grade-Papiere leicht im Minus (-0,3 Prozent). Sowohl nachrangige Industrie- als auch Finanzanleihen konnten hingegen leicht zulegen. Mit Blick auf die Gesamtmarktentwicklung war zu beobachten, dass die derzeitigen politischen Unwägbarkeiten in Spanien (Katalonien) und Italien (bevorstehende Wahl) den Handel in keiner Weise beeinträchtigten.

**Emerging Markets:** Staatsanleihen aus den Schwellenländern begannen das neue Jahr zunächst freundlich, ehe deutlich steigende US-Renditen für eine Trendumkehr sorgten. Auf Monats-sicht ging der Gesamtmarkt für auf US-Dollar und Euro lautende Papiere nahezu unverändert aus dem Handel (-0,04 Prozent, J.P. Morgan EMBI Global Diversified). Zu Beginn des Berichtszeitraums ließen das insgesamt positive Sentiment für Risikoanlagen, ein stark steigender Ölpreis sowie ein schwacher US-Dollar die Kurse aber zeitweise noch deutlich steigen.

### Ausblick

Die konjunkturelle Entwicklung in den USA ist weiterhin positiv. Mit weiteren Zinserhöhungen seitens der US-Notenbank muss daher, unabhängig vom Bilanzabbau, auch 2018 gerechnet werden. Ende 2018 erwarten wir die Rendite zehnjähriger US-Schatzanweisungen bei 2,8 Prozent.

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

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

Die Rentenmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichnen unverändert hohe Mittelzuflüsse. Als stützend erweisen sich die guten Fundamentaldaten, die gestiegenen Rohstoffpreise und die Umsetzung von Reformen. Rückenwind erhält die Region auch vom Welthandel, der sich auf einem hohen Niveau befindet. In den letzten Monaten wertete zudem der US-Dollar ab, was insbesondere jenen Ländern hilft, die sich stark im Dollar verschuldet haben. Eine große Belastung würde ein weiterer Anstieg der US-Renditen darstellen, da risikolose Anleihen aus relativer Sicht an Attraktivität gewinnen würden.

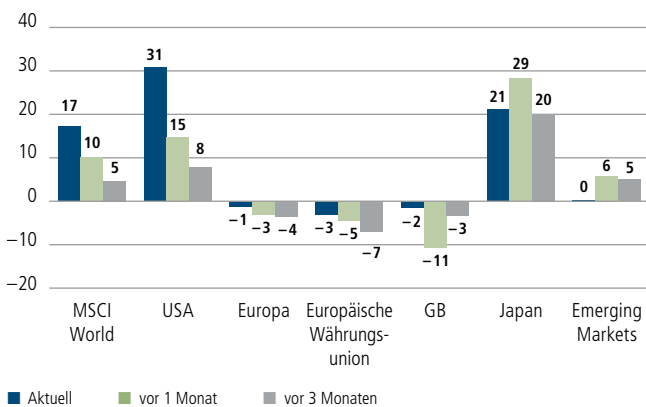
# Aktien

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Die Aktienmärkte starteten freundlich ins neue Jahr
- Die größten Gewinner waren die Börsen in den Schwellenländern, gefolgt von den USA
- Europäische Aktien schnitten wegen des starken Euro etwas weniger gut ab
- In den USA verzeichnet die aktuelle Berichtssaison derzeit Rekordwerte
- Derzeit beobachten wir eine Korrektur, die nach den starken Anstiegen durchaus gesund ist
- Aus Sektorensicht bevorzugen wir derzeit sowohl in Europa als auch den USA IT-Werte und Titel aus dem Energiesektor. Wir meiden hingegen Immobilienaktien

## Unternehmensgewinne in den USA mit positivem Revisionsmomentum dank Steuerreform und schwachem US-Dollar

Auf- und Abwärtsrevisionen\*: MSCI Indizes, in Prozent



\* $(\text{Summe der Verbesserungen} - \text{Summe der Verschlechterungen in den letzten 75 Tagen}) / \text{Summe der Schätzungen}$ ; auf Basis des Gewinns je Aktie.  
Quelle: Factset, eigene Berechnungen. Stand: 2. Februar 2018.

## Aktuelle Entwicklung

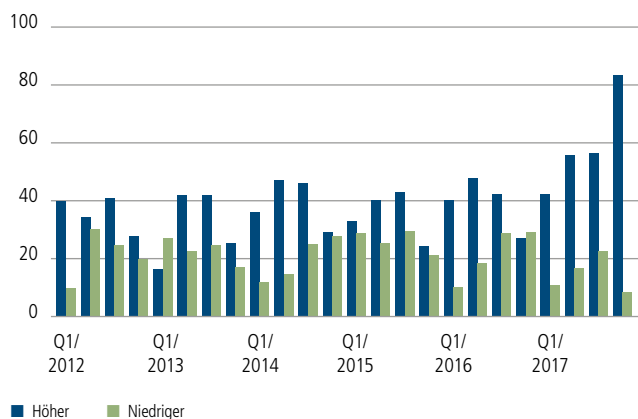
**Euroraum:** Europas Aktienmärkte sind mit Kursaufschlägen in das neue Börsenjahr gestartet. Der EURO STOXX 50 legte 3,0 Prozent zu, der marktweite STOXX Europe 600 verzeichnete einen Wertzuwachs von 1,6 Prozent. In der Anlageregion variierte die Entwicklung allerdings erheblich. Während die vormaligen Krisenländer Griechenland (Athex: +9,5 Prozent), Italien (FTSE MIB: +7,6 Prozent), Portugal (PSI 20: + 5,1 Prozent) und Spanien (IBEX: +4,1 Prozent) deutliche Wertzuwächse verbuchten, blieben deutsche Aktien (DAX: +2,1 Prozent) hinter dem Gesamtmarkt zurück. Neben unternehmensspezifischen Belastungsfaktoren stand vor allem der starke Euro einem besseren Abschneiden deutscher Papiere im Weg. Britische Aktien beschlossen den Januar sogar mit einem negativen Ergebnis. Der FTSE 100 verlor 2 Prozent an Wert. Aus britischer Sicht gestalten sich die Brexit-Verhandlungen weiter schwierig.

Aktien	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz*
MSCI AC World	5,6%	28,4%	➔
MSCI World	5,2%	26,3%	➔
MSCI Emerging Markets	8,3%	46,1%	➔
DAX 30	2,1%	15,2%	➔
EURO STOXX 50	3,0%	10,3%	➔
S&P 500	5,6%	25,5%	➔
Nikkei 225	1,5%	20,6%	➔

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

## US-Unternehmen mit deutlich besserem Gewinnausblick 2018

US-Gewinnausblick auf Sechsjahreshöchststand. Anteil im S&P 500 mit höherem/niedrigerem Gewinnausblick, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters. Stand: 31. Januar 2018.

**USA:** Die Börsen in den USA sind zu Jahresbeginn sehr stark gestiegen. Der Dow Jones Industrial Average stieg im Januar um 5,8 Prozent und sprang erstmals in seiner Geschichte über die Marke von 25.000 Punkten. Der marktweite S&P 500 verbesserte sich um 5,6 Prozent. Besonders stark schnitten Titel aus den Bereichen Einzelhandel, Luftfahrt und Verteidigung sowie Informationstechnologie ab. Versorger und Basiskonsumgüter hingegen hinkten dem Gesamtmarkt etwas hinterher. Der US-Aktienmarkt profitiert derzeit stark von den steigenden Gewinnerwartungen der Analysten. Die im Dezember verabschiedete Steuerreform sorgt für eine Welle positiver Gewinnrevisionen. So wurden beispielsweise bei 25 der 30 Unternehmen des Dow Jones die Gewinnerwartungen nach oben revidiert.

**Japan:** Nachdem die japanischen Leitindizes im Gesamtjahr 2017 Kursgewinne von knapp 20 Prozent verzeichnet hatten, war im Januar ein moderat positiver Start in das Jahr 2018 an der Börse

# Aktien

## US-Finanzwerte profitieren von steigenden US-Renditen

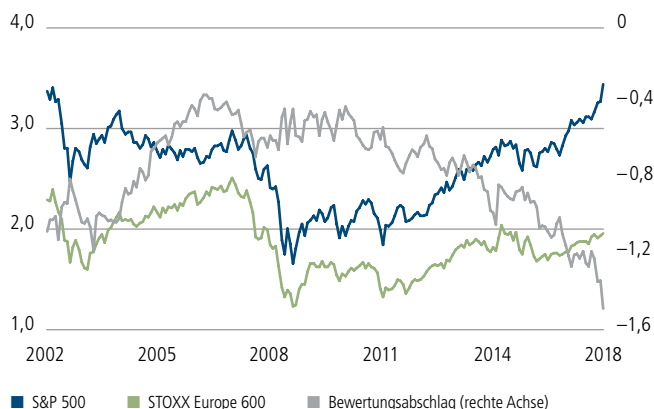
USA: Relative Entwicklung von Finanzwerten versus S&P 500 und Entwicklung der Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen



Quelle: Thomson Reuters. Stand: 2. Februar 2018.

## Euro-Stärke als Belastungsfaktor für Bewertung europäischer Aktien

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



Quelle: Bloomberg. Stand: 31. Januar 2018

in Tokio zu beobachten. Der Nikkei 225 legte um 1,5 Prozent zu, der Topix als marktbreites japanisches Börsenbarometer verteuerte sich im Berichtszeitraum um 1,1 Prozent. Die anhaltend freundliche Konjunktorentwicklung auf globaler Ebene verleiht der exportorientierten Unternehmenslandschaft in Japan nach wie vor positive Impulse. Rückenwind kommt auch von der Geldpolitik. Zuletzt bestätigte die japanische Notenbank ihre expansive Ausrichtung. In diesem Umfeld zählten Werte aus den Sektoren Industrie und zyklischer Konsum zu den Gewinnern. Unter den Indexschwergewichten legten insbesondere das Roboterunternehmen Fanuc (+ 8,9 Prozent), der Chemiekonzern Shin-Etsu Chemical (+ 8,4 Prozent) und der Automobilhersteller Toyota Motor (+ 3,7 Prozent) zu.

**Emerging Markets:** Die Börsen der aufstrebenden Volkswirtschaften führten im Januar erneut die Gewinnerlisten an. Alle Regionen konnten zulegen, teilweise sogar zweistellig, wie zum Beispiel in Hongkong. Die makroökonomischen Rahmenbedingungen auf globaler Ebene erweisen sich für die Schwellenländer nach wie vor als äußerst vorteilhaft. Dies bestätigte der Internationale Währungsfonds (IWF) in seinem vor Kurzem veröffentlichten World Economic Outlook. Die Prognose für das globale BIP-Wachstum wurde um jeweils 0,2 Prozent auf 3,9 Prozent für 2018 und 2019 nach oben angepasst. Dies entspricht einer spürbaren Belebung der weltweiten Konjunkturtdynamik. Unterstützend wirken auch der anziehende Welthandel, steigende Rohstoffpreise und ein schwächerer US-Dollar.

### Ausblick

Der bessere globale Konjunkturausblick und die damit einhergehende höhere Nachfrage in vielen Branchen hellen das Gewinnbild deutlich auf. Jüngst haben sich die Zahlen sogar nochmals verbessert. Nach Jahren mit einem niedrigen Gewinnwachstum

beobachten wir nun wieder Gewinnsteigerungen. Die Erwartungen sind zwar hoch, wurden bislang aber erfüllt. Dies zeigt sich auch in der aktuellen Quartalsberichtssaison, die in den USA Rekordwerte verzeichnete. Analysten korrigieren deshalb gerade sowohl ihre Wachstums- als auch ihre Gewinnprognosen nach oben. Trotz der guten Wirtschaftsdaten ist kein Inflationsdruck auszumachen – ein in Summe sehr gutes Umfeld für Aktien.

Nach einem überaus guten Jahresstart sind viele Aktienmärkte sehr schnell sehr stark gestiegen. Die Stimmung unter den Investoren war zudem nahezu euphorisch. Eine Korrektur, wie wir sie derzeit beobachten, war einerseits längst überfällig und ist andererseits durchaus gesund. Der Druck auf die Märkte geht momentan vor allem von den Rentenmärkten aus. Sollten die Renditen dort noch stärker steigen, könnte das die Risikobereitschaft der Anleger schwächen.

Die makroökonomischen Rahmenbedingungen erweisen sich ungeachtet dessen aber weiterhin als vorteilhaft und sollten mittelfristig zu einer anhaltend dynamischen Gewinnentwicklung der Unternehmen führen, insbesondere in den Industriestaaten. Bei den Emerging Markets wird das Augenmerk der Investoren in den nächsten Monaten auf der konjunkturellen Entwicklung in China liegen. Zuletzt stabilisierten sich dort wieder die Frühindikatoren.

Aus regionaler Sicht haben wir derzeit keinen klaren Favoriten. US-Aktien sind fundamental gut unterstützt, im Vergleich zur Eurozone aber recht teuer. Trotz eines erfreulichen Makroumfelds auf globaler Ebene verzeichnen Aktien der Eurozone eine im globalen Kontext relativ schwache Entwicklung. Gründe hierfür sind ein zur Stärke neigender Euro, ein relativ niedriges Gewicht des IT-Sektors und ein relativ hohes Gewicht des Finanzsektors.

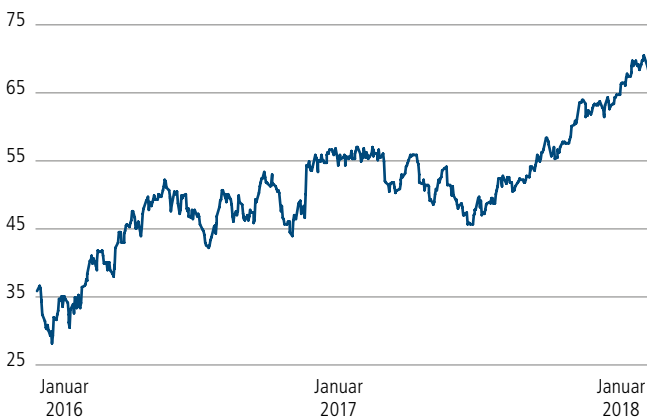
# Rohstoffe

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Rohstoffe begannen das neue Jahr sehr freundlich. Die konjunkturelle Entwicklung sorgte für Rückenwind. Zum Monatsende hin kam es aber zu Gewinnmitnahmen
- Energiewerte standen ganz oben auf der Gewinnerliste
- Rohöl erreichte den höchsten Stand seit Dezember 2014
- Gold vermochte trotz schlechter Vorgaben zuzulegen. Rohstoffe waren generell vom schwachen US-Dollar beflügelt
- Gemessen am MS RADAR ex. Agrar verbuchten Rohstoffe im Dezember einen Zuwachs von 2,5 Prozent

## Konjunkturelle Erholung beflügelt den Ölpreis

Entwicklung seit 1. Januar 2016, Brent in US-Dollar



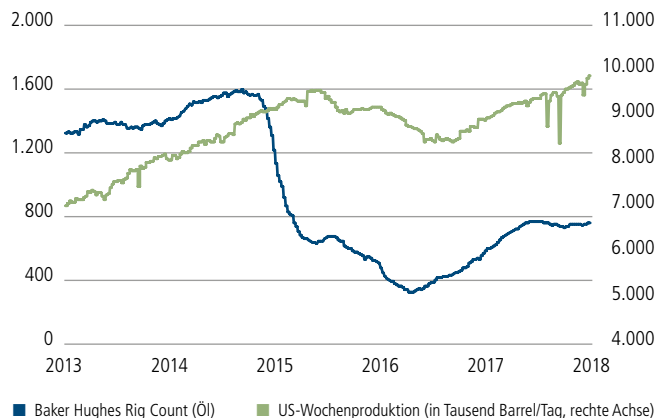
Quelle: Datastream. Stand: 31. Januar 2018.

Rohstoffe	Veränderung zum Vormonat		Veränderung seit Jahresbeginn		Tendenz*
MS RADAR ex. Agrar	2,5%	■	21,7%	■	➔
MS RADAR Energie	3,2%	■	13,3%	■	➔
MS RADAR Edelmetalle	1,6%	■	19,7%	■	➔
MS RADAR Industriemetalle	2,8%	■	32,7%	■	➔
Öl (Brent)*	3,7%	■	17,4%	■	➔
Gold*	3,2%	■	16,1%	■	➔

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

## US-Ölproduktion nimmt weiter zu

Anzahl der Öl-Bohrtürme und US-Wochenproduktion



Quelle: Datastream. Stand: 31. Januar 2018.

## Aktuelle Entwicklung

Rohstoffe begannen das neue Jahr freundlich und knüpften an die Gewinne aus dem Vormonat an. Dabei konnte die längste Serie an Tagen mit Kurszuwächsen seit 1991 festgestellt werden. Zum Monatsende kam es allerdings zu Gewinnmitnahmen ein. Letztlich blieb, gemessen am MS RADAR ex. Agrar, ein Zuwachs von 2,5 Prozent. Energierohstoffe legten besonders stark zu. Über alle Sektoren hinweg gab es zwei wichtige Treiber: Einerseits stützten die anhaltend guten Konjunkturdaten. In Europa konnte sich das Wachstum trotz der ohnehin schon guten Daten nochmals beschleunigen. Darüber hinaus sorgte die US-Steuerreform in Übersee für eine Verlängerung des Konjunkturzyklus. Andererseits wertete der US-Dollar weiter ab. Da alle Rohstoffe in US-Dollar handeln, sorgte die Währungsentwicklung für einen zusätzlichen Schub. Im Energiesektor war einmal mehr das Wetter entscheidend. Schneestürme an der US-Ostküste führten zu einer höheren Nachfrage und sinkenden Lagerbeständen.

## Ausblick

**Energie:** Der Ölpreis kletterte in den letzten Wochen weiter nach oben. Negative Nachrichten wurden dabei ausgeblendet. Die starke weltweite Nachfrage dürfte die Preise aber grundsätzlich weiter unterstützen. Auf kurze Sicht stellen wir uns an die Seitenlinie, da die steigende US-Produktion belasten dürfte.

**Industriemetalle:** Die Preise für Industriemetalle korrelieren stark mit der wirtschaftlichen Entwicklung in China. Der weitere Umbau der chinesischen Wirtschaft könnte sich auch hier negativ auswirken. Auf der anderen Seite dürfte die Nachfrage aus anderen Ländern zunehmen. Positive und negative Einflussfaktoren halten sich daher derzeit die Waage.

**Edelmetalle:** Die Aussicht auf eine etwas weniger expansive Geldpolitik und der globale Wirtschaftsaufschwung beeinträchtigen den Status von Gold als sicherer Hafen bei geopolitischen Konflikten. Wir bleiben daher vorerst bei unserer abwartenden Haltung, zumal wir keine Unterstützung aus der Inflationsentwicklung für Gold sehen.

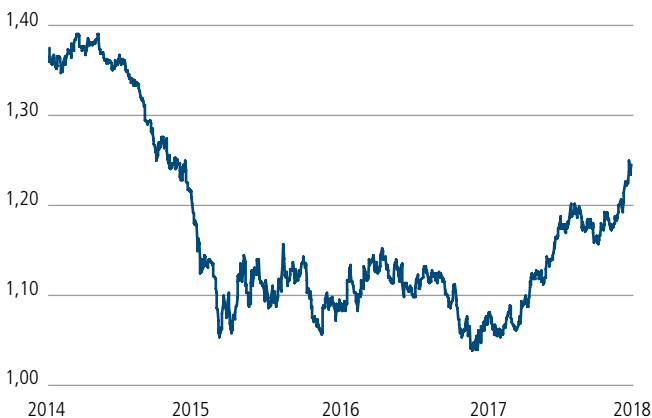
# Währungen

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Trotz guter Konjunkturdaten und einer Notenbank, die auch in diesem Jahr weiter die Zinsen anheben möchte, neigt der US-Dollar weiter zur Schwäche
- Meldungen über einen möglichen „soften“ Ausstieg der Briten ließen das Britische Pfund aufwerten
- In den Schwellenländern lagen wegen positiver Erwartungen bezüglich der Nafta-Verhandlungen der Mexikanische Peso und der Kolumbianische Peso vorn
- Kurzfristig könnte sich die Schwäche des US-Dollar noch fortsetzen, spätestens wenn die Wahl in Italien näherrückt, sollte sich das Bild jedoch wieder umkehren

## Der Euro bleibt fest

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



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

## Aktuelle Entwicklung

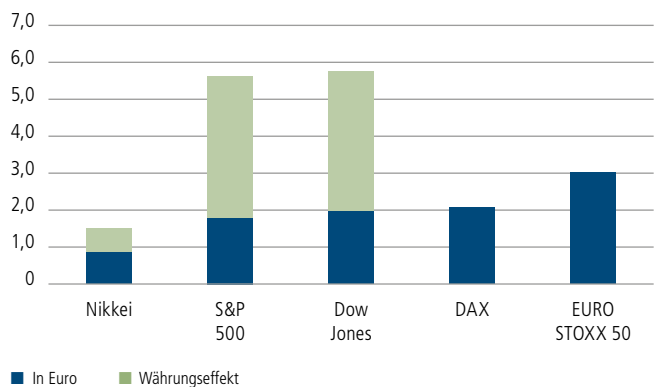
Euro-Stärke oder US-Dollar-Schwäche? Die in der Breite zu beobachtende schwache Entwicklung des Greenback lässt eher Letzteres vermuten. Mit Blick auf die wichtigen G-10-Währungen waren im Berichtsmontat ausnahmslos Aufwertungstendenzen gegenüber dem Dollar zu verzeichnen. Die europäische Gemeinschaftswährung beispielsweise wertete um 3,4 Prozent auf. Dabei gewann die seit Langem zu beobachtende Aufwärtsbewegung des Euro zuletzt noch einmal deutlich an Dynamik. Mit dem Überschreiten der Marke von 1,21 US-Dollar je Euro war der Weg für neue Höhen frei. Der jüngste Anstieg markierte dann Ende Januar mit etwas mehr als 1,253 US-Dollar einen Höchststand. Wesentliche Impulsgeber dieser Entwicklung sind zum einen die gute wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum. Zum anderen treiben die Erwartungen der Marktakteure an eine Straffung der Geldpolitik durch die EZB den Euro. Die EZB behielt im Januar ihre Linie noch bei, dürfte jedoch schon bald umschwenken.

Währungen gegenüber Euro	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz*
US-Dollar	-3,3%	-15,5%	➔
Britisches Pfund	1,5%	-2,2%	➔
Japanischer Yen	-0,2%	-9,8%	➔
Schweizer Franken	1,2%	-7,2%	➔

Quelle: Datastream. Stand: 31. Januar 2018.

## Währungseffekte verzerren die Wahrnehmung der Aktienanleger: Europäische Aktien besser als USA und Japan

Wertentwicklung seit Jahresbeginn, in Prozent



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

## Ausblick

Die Geldpolitik der US-Notenbank, solide Wirtschaftsdaten und die Verabschiedung der Steuerreform sollten den US-Dollar zum Euro eigentlich stützen. Die anstehenden Wahlen in Italien könnten daher das Pendel kurzfristig zugunsten des US-Dollar ausschlagen lassen. Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir den Wechselkurs allerdings bei etwa 1,30 US-Dollar je Euro. Hierfür sollte einerseits die gute konjunkturelle Entwicklung im Euroraum verantwortlich sein. Andererseits steht die EZB vor der Herausforderung, den Ausstieg aus dem Ankaufprogramm kommunikativ vorzubereiten. Ein Ende der expansiven Geldpolitik gegen Jahresende dürfte den Euro weiter stützen.

Das Britische Pfund steht weiterhin im Fokus der Brexit-Verhandlungen. Auf Sicht von zwölf Monaten gehen wir von einer leichten Pfundschwäche aus. Inzwischen ist jedoch schon viel in den Kursen eingepreist.

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



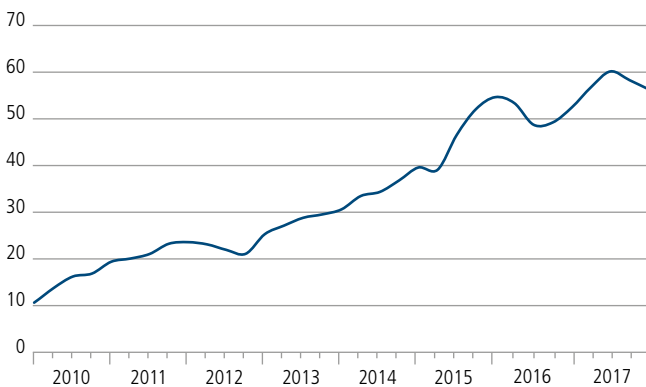
# Immobilien

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Auf den deutschen Büromärkten werden der Rückgang der Leerstandsrate sowie das Mietpreiswachstum auch 2018 zu beobachten sein
- Die Mehrzahl der Büromärkte in Europa zeigt Mietpreiswachstum, das sich in den kommenden Quartalen fortsetzen wird
- Die Mieten auf den US-amerikanischen Büromärkten steigen noch, wobei die Dynamik des Mietpreiswachstums im Zeitverlauf voraussichtlich weiter abnehmen wird
- Der Mietpreisrückgang in Seoul belastet die Durchschnittswerte in Asien/Pazifik. Der Ausblick für Kuala Lumpur, Tokio, Singapur und Sydney ist aber positiv

## Entwicklung des Transaktionsvolumens in Deutschland

Rollierender 12-Monats-Durchschnitt, in Milliarden Euro



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

## Aktuelle Entwicklung

Der deutsche Immobilienmarkt für Gewerbeimmobilien hat sich auch im Jahr 2017 sehr gut entwickelt. Dazu hat auch ein starkes Schlussquartal beigetragen. Mit 18,6 Milliarden Euro lag das Transaktionsvolumen im vierten Quartal um rund 42 Prozent über dem Wert des Vorquartals. Auch der rollierende 12-Monats-Durchschnitt erreichte mit 56,8 Milliarden Euro das höchste jemals gemessene Jahresergebnis. Dieses Rekordergebnis darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass das Transaktionsvolumen nicht mehr ganz an die entsprechenden Rekordergebnisse des ersten und zweiten Quartals heranreicht. Produktarmut war ein Merkmal des vergangenen Jahres. Daher wichen die Investoren zunehmend in B-Städte aus, und investierten 2017 auch vermehrt in Projektentwicklungen. Die Mehrzahl der Projektentwicklungen war zwar bereits vorvermietet, doch zeigt dieser Trend, dass Investoren in zunehmendem Maße bereit sind, Risiken zu übernehmen. Auch Großtransaktionen sind weiter an der Tagesordnung. So wurden 2017 die Logistikimmobilien von Logicor für 1,9 Milliarden Euro veräußert. Signa erwarb das RFR-Portfolio für rund 1,5 Milliarden Euro und

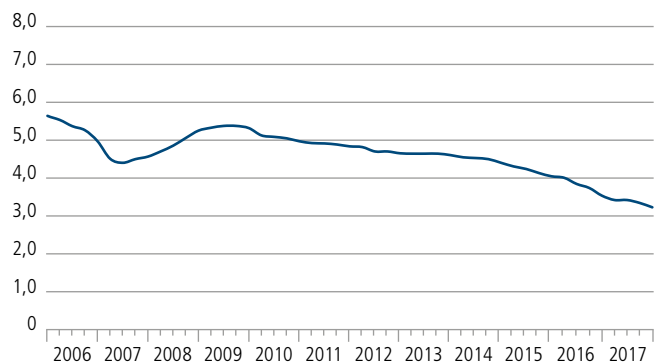
Büromieten*	Veränderung zum Vorquartal		Veränderung zum Vorjahr		Tendenz*
Deutschland	2,0%	■	4,8%	■	↑
Europa (ohne Deutschland)	2,2%	■	5,7%	■	↑
USA	0,6%	■	2,2%	■	↑
Asien/Pazifik	2,1%	■	7,4%	■	↑

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

Quelle: Jones Lang LaSalle, CoStar, eigene Berechnungen. Stand: 31. Dezember 2017. Daten werden quartalsweise aktualisiert.

## Entwicklung der Büroanfangsrenditen in Deutschland

Durchschnitt, in Prozent\*



\*Durchschnitt der fünf größten deutschen Büromärkte. Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 31. Dezember 2017.

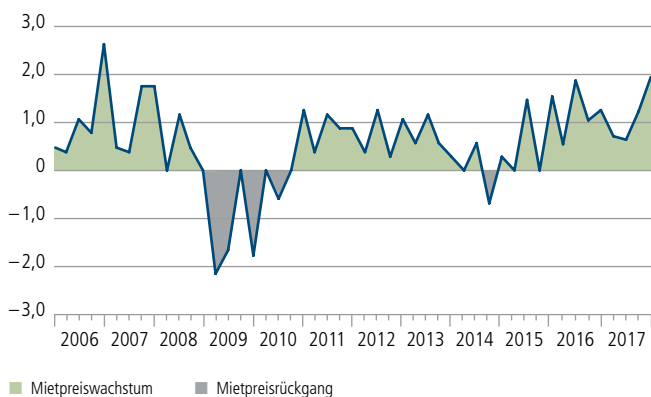
für 1,2 Milliarden Euro kaufte die israelische Intown deutsche Gewerbeimmobilien vom US-amerikanischen Private-Equity-Fonds Apollo. Darüber hinaus wurden sechs weitere Transaktionen jenseits der 500-Millionen-Euro-Marke registriert.

Obwohl die Risikoneigung der Investoren gestiegen ist, wird der deutsche gewerbliche Investmentmarkt weiterhin von sogenannten Core-Investments dominiert, die immer noch rund 45 Prozent des Transaktionsvolumens ausmachen. Bezüglich der Investitionen in die unterschiedlichen Nutzungsarten hat es im Jahr 2017 keine wesentlichen Änderungen gegeben. Auf dem ersten Platz mit einem Anteil von rund 44 Prozent des Transaktionsvolumens liegen weiterhin Büroimmobilien gefolgt von Einzelhandelsimmobilien mit 20 Prozent des Transaktionsvolumens. Im Gegensatz zum Vorjahr ist der Anteil etwas zurückgegangen, was die kritischere Einstellung der Investoren aufgrund der zunehmenden Konkurrenz durch den Onlinehandel reflektiert. Im Gegensatz hierzu hat die starke Nachfrage nach Logistikimmobilien angehalten. Ihr Anteil am Transaktionsvolumen stieg 2017 auf 15 Prozent.

# Immobilien

## Quartalsweise Veränderung der Bürospitzenmiete in Deutschland

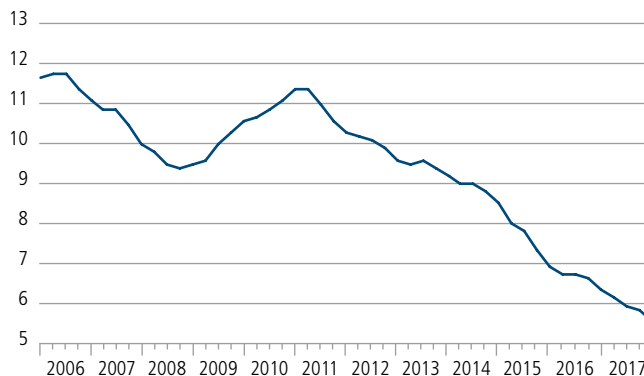
Durchschnitt, in Prozent\*



\*Durchschnitt der fünf größten deutschen Büromärkte.  
Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 31. Dezember 2017.

## Entwicklung der Leerstandsquote in Deutschland

Durchschnitt, in Prozent\*



\*Durchschnitt der fünf größten deutschen Büromärkte.  
Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 31. Dezember 2017.

Im Durchschnitt der fünf deutschen Bürohochburgen lag die Anfangsrendite am Ende des vierten Quartals 2017 bei 3,2 Prozent und ist damit im Vergleich zum Vorquartal nochmals um 10 Prozentpunkte zurückgegangen. Insgesamt hat die Anfangsrendite damit in den zurückliegenden zwölf Monaten um rund 30 Basispunkte nachgegeben. Berlin ist weiterhin Spitzenreiter mit einer Anfangsrendite von jetzt nur noch 2,9 Prozent, gefolgt von Hamburg mit 3,1 Prozent. Am höchsten ist die Anfangsrendite mit 3,8 Prozent in Düsseldorf, das nach wie vor der allgemeinen Marktentwicklung etwas hinterher läuft.

Die Nachfrage nach Büroflächen hat nochmals zugenommen, da aufgrund der positiven wirtschaftlichen Entwicklung noch mehr Unternehmen Expansionspläne haben und daher nach neuen Mietflächen suchen. Auch nutzen derzeit zahlreiche Unternehmen hochwertige Büroflächen, um Mitarbeiter zu binden oder neues Personal anzuwerben. Im Jahresverlauf wurden in Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg und München insgesamt 3,5 Millionen Quadratmeter Bürofläche angemietet, was gegenüber dem Vorjahreszeitraum eine Steigerung um 13,6 Prozent bedeutet. Während Berlin und Düsseldorf das Transaktionsvolumen des Vorjahres nur knapp verfehlten, waren in Frankfurt, Hamburg und München Zuwachsraten zwischen 11 und 36 Prozent zu verzeichnen.

Da die Fertigstellungen überall noch moderat ausfielen und die Nachfrage nach Büroflächen ungebrochen war, ist die durchschnittliche Leerstandsquote über die Standorte auch im vierten Quartal nochmals um 30 Basispunkte gesunken. Auf Jahressicht sank sie um 80 Basispunkte und lag zum Jahresende im Durchschnitt der fünf Standorte bei 5,5 Prozent. Dies ist der niedrigste Wert seit dem vierten Quartal 2002. In Berlin und München lag die Leer-

standsquote nur noch bei 3,5 beziehungsweise 3,6 Prozent. Daher beginnen nun immer mehr Unternehmen damit, sich frühzeitig Flächen in Projektentwicklungen zu sichern.

Das sinkende Flächenangebot sowie die sehr gute Nachfrage nach Büroflächen sorgen dafür, dass die Mietpreise weiter steigen. In den zurückliegenden zwölf Monaten sind die Spitzenmieten im Schnitt der fünf größten deutschen Büromärkte um 4,8 Prozent gestiegen. Das Spektrum reicht über 1,9 Prozent Mietpreiswachstum in Düsseldorf bis zu 11,1 Prozent in Berlin.

### Ausblick

Die Nachfrage nach deutschen Immobilien ist aufgrund der sehr guten Marktentwicklung sowie der niedrigen Finanzierungskosten hoch. Ausländische Investoren sehen Deutschland weiterhin als sicheren Hafen und suchen nach geeigneten Investitionsobjekten. Das Transaktionsvolumen wird 2018 in etwa auf dem Niveau des Vorjahres liegen. Investoren werden ihren Investitionsfokus ausweiten und verstärkt B-Städte nach geeigneten Anlageobjekten sondieren. Auch die Risikoneigung der Investoren dürfte im Jahresverlauf 2018 weiter steigen, da ansonsten oftmals die selbst gesteckten Renditeziele nicht erreicht werden könnten. Weiterhin hoch im Kurs stehen werden Logistikimmobilien. Aufgrund der weiter fallenden Leerstandsraten und der Knappheit großer, zusammenhängender Flächen in den zentralen innerstädtischen Lagen werden die Mietpreise auch 2018 weiter steigen. Der Flächenmangel wird auch weiter dazu beitragen, dass Firmen vermehrt dazu übergehen werden, ihre Anmietungen in Projektentwicklungen zu konzentrieren, die erst in den nächsten Jahren fertiggestellt 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. Februar 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, Wien, und Union Investment Institutional GmbH, Frankfurt, mit angemessener Sorgfalt und nach bestem Wissen erstellt. Dennoch wurden die von Dritten stammenden Informationen nicht vollständig überprüft. Union Investment übernimmt keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokumentes.

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

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

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

Angaben zur Wertentwicklung von Fonds von Union Investment basieren auf den Wertentwicklungen und/oder der Volatilität in der Vergangenheit. Damit wird keine Aussage über eine zukünftige Wertentwicklung getroffen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Der Wert der Fondsanteile und die Höhe der Ausschüttungen können sowohl sinken als auch steigen und müssen nicht mehr den Wert des ursprünglich investierten Kapitals erreichen. Die Angaben zur Wertentwicklung beruhen auf der Nettowertentwicklung. Charts und Kennzahlen basieren auf Nettokursen ohne Berücksichtigung von individuellen Spesen und etwaiger Steuern; diese können die Performance reduzieren.

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. Februar 2018**, soweit nicht anders angegeben.