



„Nach der Initialzündung durch die Notenbanken haben eine besser als befürchtete Berichtssaison sowie gesunkene politische Risiken zu einer Fortsetzung der Erholungsbewegung geführt. Die Wirtschaftsaktivität ist aber weiter schwach, was gegen eine stärkere Risk-on-Positionierung spricht.“

Benjardin Gärtner, Leiter Aktienfondsmanagement



## März 2019: 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

Vier Themen bestimmen derzeit die Kapitalmärkte: die Notenbanken, der amerikanisch-chinesische Handelsstreit, der Brexit und die Konjunktur. Nach unserer Auffassung sind in den kommenden Wochen von den Zentralbanken keine größeren Impulse mehr zu erwarten – ganz anders als in den zurückliegenden Monaten. Bei den (geo)politischen Faktoren kam es zuletzt zu einer deutlichen Beruhigung. Insbesondere beim Brexit verdichten sich die Anzeichen auf die von uns erwartete Lösung in letzter Minute – wie auch immer das Arrangement zwischen Brüssel und London dann letztlich genau aussehen wird. Auch die jüngsten Entwicklungen im Handelsstreit zwischen den USA und China deuten nicht auf eine weitere Eskalation hin, wirken also marktstützend. Schwierig bleibt der wirtschaftliche Datenkranz. Insbesondere die schwache Konjunktur spricht daher, trotz erster zaghafter Stabilisierungstendenzen, zum aktuellen Zeitpunkt gegen eine (zu) offensive Aufstellung. Auf unserer turnusmäßigen Sitzung im Februar 2019 haben wir daher unsere Risikoausrichtung auf neutral belassen. Damit bleibt das „RoRo“-Meter auf Stufe 3. Gleichzeitig erkennen wir aber Verbesserungen in einigen wichtigen Umfeldfaktoren, wodurch sich Hinweise auf eine leichte positive Tendenz für die künftige Kapitalmarktentwicklung abzeichnen. Vor diesem Hintergrund wollen wir bei risikobehafteten Anlageklassen nicht zu vorsichtig agieren. Für eine stärkere Positionierung in Risikoanlagen sind die Rahmenbedingungen aber nach unserer Einschätzung weiter zu anfällig. Stattdessen gehen wir mit Augenmaß gezielt Positionen bei chancenorientierten Anlageklassen ein, insbesondere auf der Renten-, Rohstoff- und Währungsseite.

### Die wichtigsten weiteren Ergebnisse

**Konjunktur:** Betroffen von der derzeitigen Schwäche ist insbesondere der Industriesektor, und hier vor allem die stark in den Welthandel eingebundenen Volkswirtschaften. Deutschland ist geradezu ein Prototyp für diese Kombination, entsprechend negativ fielen hier die jüngsten Wirtschaftsdaten aus. Vor allem die Auftragseingänge in der Industrie ließen zuletzt aufhorchen. Mit einem Wert von 42,6 Punkten war beispielsweise die Unterkomponente „Neuaufträge“ im deutschen Einkaufsmanagerindex fast schon besorgniserregend niedrig. Gleichzeitig sind jedoch die Daten aus dem Dienstleistungsgewerbe nach wie vor gut, auch in Deutschland. Das GfK Konsumklima blieb beispielsweise im Februar auf hohem Niveau stabil. Es ist also nicht so, dass sich die Schwäche in der Industrie schon auf die deutsche Gesamtwirtschaft ausgewirkt hätte. Angesichts abklingender Sonderfaktoren (Wettereffekte, Branchenthemen wie etwa die Dieselpolitik) und der geopolitischen Entspannung sollten sich die konjunkturellen Aussichten daher in den kommenden Wochen und Monaten wieder etwas aufhellen. Wir gehen somit weiter davon aus, dass die Weltwirtschaft nicht in die Rezession abgleitet.

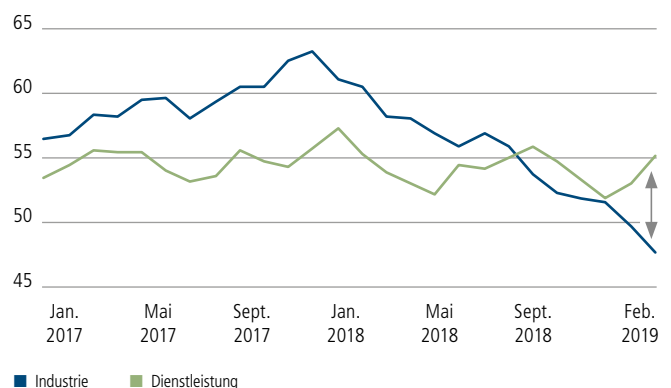
**Renten:** Der flachere Zinspfad der US-Notenbank Fed und der Europäischen Zentralbank (EZB) wird die Renditen sicherer Staatsanleihen (vor allem Bund und US-Treasuries) begrenzen. Die Aussicht auf neue Langfristtender (TLTROs) brems den Anstieg der

Renditen im Euroraum zusätzlich. Die Renditeprognose für zehnjährige Bundesanleihen zum Jahresende wurde deshalb ein weiteres Mal auf 0,45 Prozent gesenkt. Mit den (längerfristig) niedrigen Renditen sicherer Staatsanleihen wächst der Druck auf Renteninvestoren, in risikoreichere Anleihen zu investieren. Durch die deutliche Ausweitung der Risikoaufschläge im vierten Quartal haben diese Segmente an Attraktivität gewonnen. Solange die Notenbanken zurückhaltend agieren und geopolitisch (Handelskonflikt USA/China, Brexit) keine Überraschungen drohen, sollten die Risikoaufschläge vereinnahmt werden können.

**Aktien:** Die Erholungsbewegung der Aktienmärkte hat sich in den vergangenen vier Wochen fortgesetzt. Dabei steht die Entwicklung auf breitem Fundament, wie ein Blick auf die US-Märkte zeigt. Vor allem das technische Bild hat sich deutlich verbessert. Zusätzliche Unterstützung erfahren die Märkte durch die Aktienrückkaufprogramme der Unternehmen, deren Volumen sich auf Rekordniveau bewegt. Auch zukünftig bleibt die Konjunktur-entwicklung der zentrale Treiber der Entwicklung. Die Analysten haben ihre Gewinnsschätzungen für das Jahr 2019 angesichts der schwächeren Frühindikatoren zuletzt weiter nach unten revidiert. Im laufenden Jahr werden die Gewinne auf globaler Ebene wohl um knapp 5 Prozent zulegen. Für den Moment ist also mit keiner Gewinnrezession zu rechnen. Gleichmaßen sehen wir angesichts der besseren Umfeldfaktoren aber auch keine Gefahr für einen drohenden Kursrückgang und positionieren uns angesichts der derzeit freundlichen Stimmung vorerst an der Seitenlinie.

**Rohstoffe:** Trotz der beachtlichen Preiszuwächse ist das Gros der Rohstoffe im historischen Vergleich nach wie vor attraktiv bewertet. Im Bereich „Energie“ dürfte es angesichts der Produktionskürzungen der OPEC und Russlands im zweiten Halbjahr 2019 zu einer ausgeglichenen Angebots-Nachfrage-Situation kommen. Zusätzlich ist im weiteren Jahresverlauf mit einer weiteren Erhöhung der US-Produktion zu rechnen. Vorerst halten wir angesichts der attraktiven Bewertung aber an unserer Positionierung fest.

### Divergenz: Dienstleistungssektor weiter sehr robust Deutsche Einkaufsmanagerindizes im Vergleich seit Anfang 2017



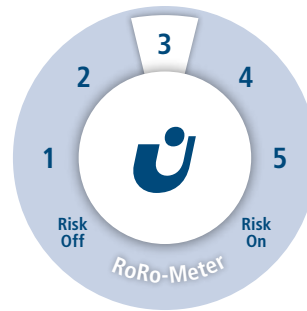
Quelle: Union Investment, Macrobond, Bloomberg. Stand: 26. Februar 2019.

# Die Märkte im Überblick

## Unsere aktuelle Risikoeinschätzung

- Die Frühindikatoren zeichnen ein gemischtes Bild: Der Schwäche der Industrie steht ein starker Konsum gegenüber
- Zuletzt ließen die politischen Belastungsfaktoren etwas nach
- Beim Handelskonflikt wurde wieder etwas Zeit gewonnen und die Wahrscheinlichkeit eines harten Brexits ist gesunken
- Niedrige Inflationsraten geben den Notenbanken den Spielraum, die Normalisierung der Geldpolitik zu verzögern
- Die Gewinnrevisionen der Unternehmen sind weiter negativ
- Unsere allgemeine Risikoeinschätzung („RoRo“-Meter) bleibt auf Stufe 3 (neutral)

## „RoRo“-Meter



Quelle: Union Investment. Stand: 26. Februar 2019. Letzte Änderung von 4 auf 3 am 20. November 2018.

**Erläuterung:** Zur Festlegung der Anlagestrategie wird zunächst das Marktumfeld genau analysiert. Das Ergebnis schlägt sich in einer Risikoeinschätzung nieder. Dazu formuliert das Union Investment Committee (UIC) eine Risk-on-/Risk-off-Entscheidung in fünf Stufen (1, 2, 3, 4, 5). Sie ist wie folgt zu interpretieren: Eine „5“ steht für eine hohe Risikoneigung, eine „1“ für einen weitgehenden Rückzug aus Risikoanlagen.

## Unsere Sicht auf die Anlageklassen

- **Renten:** Unternehmensanleihen sind im Vergleich zu den niedrigen Renditen von Staatsanleihen aus den Kernländern wieder attraktiver geworden. Geringe Inflationsraten sprechen gegen stark steigende Renditen
- **Aktien:** Der positive Jahresauftakt hat die Stimmung verbessert, zudem stützen abnehmende politische Risiken und anhaltende Aktienrückkaufprogramme, weshalb wir unsere Untergewichtung neutralisieren
- **Währungen:** Wir behalten die Absicherungsposition im Japanischen Yen zulasten des US-Dollar bei und setzen zugleich auf eine Erholung des Britischen Pfunds nach zuletzt gesunkenen Risiken eines ungeordneten EU-Ausstiegs
- **Rohstoffe:** Aufgrund der guten Fundamentaldaten favorisieren wir unverändert Energierohstoffe und Industriemetalle. Der starke Preisanstieg bei Palladium macht Edelmetalle anfällig. Hier bleiben wir an der Seitenlinie
- Am Geldmarkt bleibt das Bild unverändert. Die Zinssätze liegen weiterhin nahe null, sodass das Halten von **Kasse** nicht sinnvoll ist
- Bei **Absolute-Return-Strategien** sehen wir aktuell weniger Chancen als in anderen Anlageklassen
- Für **Immobilien** hat sich der Ausblick für Deutschland verbessert, während sich die Perspektive für die USA eingetrübt hat

## Attraktivität der Anlageklassen

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

Quelle: Union Investment. Stand: 26. Februar 2019.

**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 2018. Einschätzung ist bis zum 30. April 2019 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
2018	1,5 %	1,4 %	1,8 %	2,8 %	0,7 %	6,6 %
2019	0,8 %	1,6 %	1,1 %	2,4 %	1,5 %	6,3 %
2020	1,3 %	1,4 %	1,4 %	1,7 %	0,0 %	6,2 %

Inflation	Deutschland	Großbritannien	Euroraum	USA	Japan	China
2018	1,9 %	2,4 %	1,7 %	2,4 %	1,0 %	2,1 %
2019	1,7 %	2,2 %	1,8 %	2,0 %	1,0 %	2,0 %
2020	2,3 %	2,0 %	2,0 %	2,5 %	1,9 %	2,3 %

10-Jahres-Renditen	Deutschland	USA	Leitzinsen	Euroraum	USA
Aktueller Stand*	0,2 %	2,6 %	Aktueller Stand*	0,00 %	2,25–2,50 %
In 3 Monaten	0,4 %	2,9 %	In 3 Monaten	0,00 %	2,25–2,50 %
In 12 Monaten	0,5 %	2,8 %	In 12 Monaten	0,00 %	2,50–2,75 %

Aktien	DAX 30	EURO STOXX 50	S&P 500	Nikkei 225
Aktueller Stand*	11.600	3.320	2.800	21.600
In 3 Monaten	11.100	3.150	2.650	21.000
In 12 Monaten	11.100	3.150	2.650	21.000

Rohstoffe	Gold	Öl (Brent)	MS RADAR ex. Ag.
Aktueller Stand*	1.310	66	158
In 3 Monaten	1.350	70	159
In 12 Monaten	1.350	70	160

Währungen	Euro/US-Dollar	Euro/Britisches Pfund	Euro/Japanischer Yen	Euro/Schweizer Franken
Aktueller Stand*	1,14	0,88	127	1,14
In 3 Monaten	1,16	0,88	125	1,16
In 12 Monaten	1,18	0,90	134	1,20

Immobilienrenditen**	Deutschland	Europa (ex. Deutschland)	USA	Asien/Pazifik
30. Dezember 2018	3,1 %	3,8 %	4,7 %	4,2 %
30. Dezember 2019	3,0 %	3,7 %	4,9 %	4,2 %

\* Stand: 28. Februar 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.

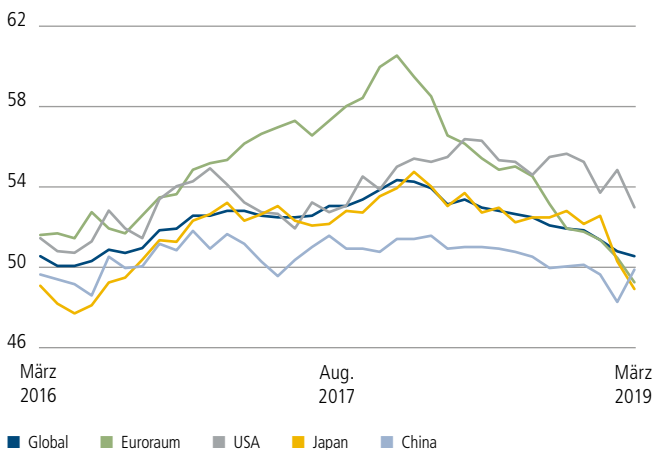
# Konjunktur

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Das Konjunkturmomentum bleibt weiterhin schwach, bei einigen Indikatoren gibt es jedoch Anzeichen einer Bodenbildung
- Die Wirtschaftsaktivität dürfte sich weiter verringern, wir erwarten aber kein Abrutschen in eine Rezession
- Zur Schwäche neigt vor allem die Industrie, vielfach stützt eine gute Binnennachfrage und federt schwache Handelsaktivitäten ab
- Zuletzt haben sich die politischen Risiken etwas abgemildert (Handelskonflikt, ungeordneter Brexit)
- Aufgrund der schwächeren Wirtschaftsdaten hat der Teuerungsdruck abgenommen

## Stimmung im Industriesektor weiter schwach

PMI Verarbeitendes Gewerbe im regionalen Vergleich, in Punkten



Quelle: Bloomberg. Stand: 6. März 2019.

## Aktuelle Entwicklung

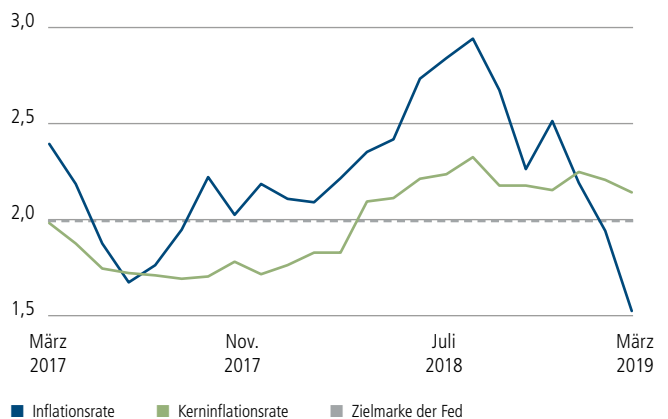
**Euroraum:** Die Serie negativer Konjunkturdaten reißt nicht ab, sodass sich das eingetrübte Bild im Februar nicht aufhellen konnte. Deutschland, das Schwergewicht und die einstige Wachstumslokomotive Europas, schrammte nur knapp an einer Rezession vorbei. Nach einem leichten Rückgang des Bruttoinlandsprodukts (BIP) im dritten Quartal konnte dank einer stabilen Binnennachfrage im Schlussquartal gerade noch ein Wachstum von 0,02 Prozent erzielt werden. Die viel beachteten europäischen Einkaufsmanagerindizes divergierten stark. Während es bei den Industrieunternehmen weiter bergab ging, verbesserten sich die Umfragewerte im Dienstleistungssektor. Auch hier wird klar, dass die Binnennachfrage in vielen Ländern intakt ist. Im Gegensatz dazu lasten die Handelsbeschränkungen und die nachlassende Dynamik im Welt-handel auf den Exporten der Industrie. Trotz höherer Energiepreise ist der Inflationsdruck weiterhin gering und die Preise steigen nur marginal.

Konjunktur	Aktuell	Vor 1 Monat	Vor 3 Monaten	Vor 6 Monaten
ifo Geschäftsklimaindex	98,5	99,3	102,2	104,0
EU-Einkaufsmanagerindex	51,9	51,0	52,7	54,5
Inflation Euroraum	1,5	1,4	1,9	2,1
ZEW-Erwartungen Euroraum	-16,6	-20,9	-22,0	-11,1
US-Einkaufsmanagerindex (ISM)	55,5	54,4	54,7	54,7
US-Einzelhandelsumsätze	-1,2	0,1	-0,2	0,2
US-Arbeitsmarkt (nfp)*	304,0	222,0	277,0	178,0
Inflation USA	1,6	1,9	2,5	2,9

\* nfp steht für „non-farm payrolls“ (Stellenänderung in der US-Privatwirtschaft).  
Quelle: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg. Stand: 28. Februar 2019.

## USA: Deutlicher Rückgang der Inflationsrate gibt der Fed Spielraum

Inflationsentwicklung in den USA, in Prozent



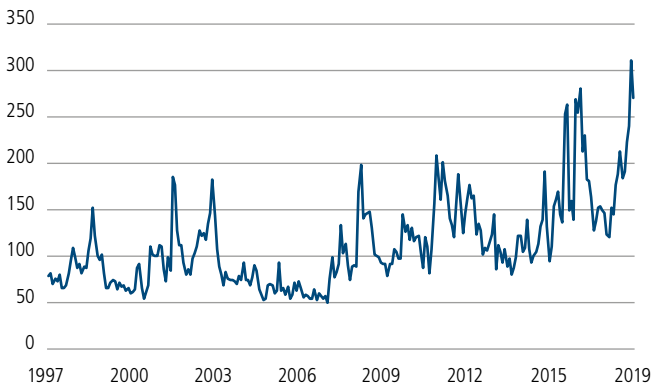
Quelle: Thomson Reuters Datastream. Stand: 4. März 2019.

**USA:** Die jüngsten Konjunkturdaten zeichneten ein Bild mit Licht und Schatten. Wichtige regionale Frühindikatoren tendierten uneinheitlich. Bei den viel beachteten Einkaufsmanagerindizes war eine klare Divergenz zu beobachten. Während die Daten aus der Industrie erneut schwächer ausfielen, legte der Umfragewert unter den Dienstleistungsbetrieben zu. Das spricht für eine unverändert hohe Inlandsnachfrage. Passend dazu stieg auch das Verbrauchervertrauen weiter an. Ende des Monats wurde die erste Schätzung zum Wachstum der US-Wirtschaft im vierten Quartal veröffentlicht. Mit 2,6 Prozent lag der Wert letztlich über den Erwartungen. Volkswirte hatten nur mit einem Anstieg um 2,2 Prozent gerechnet. Das schwächere Konjunkturmomentum sorgte für einen geringeren Inflationsdruck. So sank die Teuerungsrate im Jahresvergleich zuletzt auf 1,6 Prozent.

# Konjunktur

## Politische Unsicherheit nimmt nach Rekordhoch wieder etwas ab

Entwicklung des Index Global Economic Policy Uncertainty seit Anfang 1997



Quelle: Bloomberg. Stand: 31. Januar 2019.

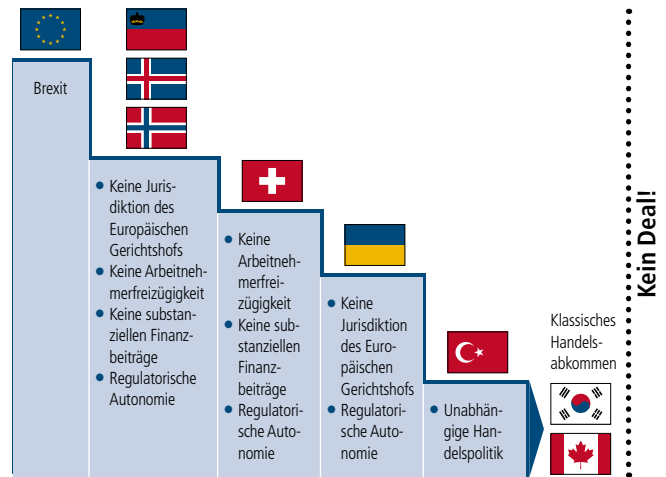
### Ausblick

**Konjunktur:** Die vergangenen Handelswochen waren von einer hohen Unsicherheit über die weitere konjunkturelle Entwicklung geprägt. Anleger sorgten sich, dass eine mögliche Rezession bevorstehen könnte. Weltweit schwächten sich die Frühindikatoren ab. Vielfach schienen die Sorgen jedoch etwas übertrieben. Mit dem Schwenk der Notenbanken und ihrer nun wieder abwartenden Haltung wurde ein Teil der Sorgen wieder ausgepreist. Noch nimmt die Dynamik weiter ab, eine Rezession ist in unseren Augen aber nicht in Sicht.

Ein wesentlicher Treiber für die Börsen im Jahr 2019 wird die Tragfähigkeit des US-Konjunkturzyklus sein. Das Umfeld wird zwar zunehmend spätzyklisch, vor allem in den USA, der globalen Leitökonomie. Die Weltwirtschaft wird zwar noch wachsen, aber eine wirtschaftliche Verlangsamung wird wahrscheinlicher, was sich auf die Stimmung an den Kapitalmärkten auswirken dürfte. Mit einem Abrutschen der amerikanischen Wirtschaft in eine Rezession ist jedoch nicht zu rechnen. Das US-Wachstum dürfte 2019 unter anderem aufgrund der Sonderkonjunktur durch die Trump'sche Steuerreform rund 2,4 Prozent erreichen.

Für die europäische Konjunktur haben sich die Aussichten zuletzt weiter eingetrübt. Das Schwergewicht Deutschland leidet neben der Schwäche im Automobilbau nun auch unter Schwierigkeiten im Maschinenbau und dem Chemiesektor sowie unter dem aufkommenden Protektionismus im gesamten Außenhandel. Zuletzt ist die deutsche Wirtschaft deshalb noch gerade so an einer technischen Rezession vorbeigeschlittert. Das Wachstumsgefälle Europas zu den USA bleibt somit bestehen. Erschwert wird die Lage

## Brexit: Hoffen auf ein Wunder – die Zeit wird knapp



Quelle: Europäische Kommission, Union Investment. Stand: Februar 2019.

zusätzlich durch die politischen Unsicherheiten in Europa. In der Brexit-Frage wurde noch keine Einigung erzielt. Die Frage nach einem Abkommen ist weiter offen und die Wirtschaft bleibt in einem Zustand der Unsicherheit. Die Gefahr eines ungeordneten Brexits ist zuletzt aber gesunken. Die Grafik oben zeigt, welche Möglichkeiten zwischen der aktuellen Verflechtung und einem ungeordneten Brexit bleiben.

Mit einigen Fragezeichen bleibt die Lage in Italien versehen. Zwar ließ sich ein Kompromiss im Konflikt zwischen der populistischen Regierungskoalition und der EU-Kommission um das italienische Haushaltsdefizit finden. Allerdings bleibt die politische Lage schwierig, insbesondere in Anbetracht der im Frühjahr anstehenden Europawahlen. Für den Euroraum rechnen wir deshalb in diesem Jahr lediglich noch mit einem Zuwachs von 1,1 Prozent.

**Inflation:** Handelskonflikte haben üblicherweise stagflationäre Effekte zur Folge. Die Preise steigen (durch Zölle) und das Wachstum schrumpft (durch Effizienzverluste). Für die USA, wo entsprechende Maßnahmen mittlerweile bereits implementiert sind, lässt sich diese Konsequenz aber noch nicht nachweisen. Warum? Die Antwort auf diese Frage liegt in China. Die Währungsabwertung des Renminbi hat einen Teil der Trump'schen Zölle kompensiert. Zudem haben die chinesischen Unternehmen ihre Exportpreise für die USA kaum verändert. Bei gleichzeitig steigenden Preisen für Importe nach China bedeutet das nichts anderes als eine Margenkürzung für Corporate China – zum Wohle des US-Verbrauchers. Ansonsten haben die rückläufigen Energiepreise zum Jahresende 2018 den Inflationsdruck ein wenig gesenkt. Dieser Effekt dürfte noch etwas nachwirken. Zuletzt waren daher leicht rückläufige Teuerungsraten festzustellen.

# Geldpolitik

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Die US-Notenbank unterstrich erneut ihre abwartende und zugleich datenabhängige Haltung
- Darüber hinaus überlegen die US-Währungshüter den Bilanzabbau zu reduzieren oder womöglich sogar auszusetzen
- Sollten sich die Wirtschaftsdaten aber wieder verbessern, könnte die US-Geldpolitik wieder restriktiver interpretiert werden
- Auch die EZB äußerte sich abermals zurückhaltend
- Kürzlich beschloss die EZB die Neuauflage langfristiger Finanzierungsgeschäfte (TLTROs)

Geldpolitik	Aktuell	Vor 1 Monat	Vor 3 Monaten	Vor 6 Monaten	Tendenz*
Leitzins Euroraum	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	➔
Leitzins USA	2,50 %	2,50 %	2,25 %	2,00 %	⬆
Leitzins Japan	-0,04 %	-0,06 %	-0,06 %	-0,06 %	➔
Leitzins Großbritannien	0,75 %	0,75 %	0,75 %	0,75 %	➔
3-Monats-EURIBOR	-0,31 %	-0,31 %	-0,32 %	-0,32 %	➔
Ankaufprogramm der EZB (QE) in Mrd. Euro	2.568,84	2.567,20	2.562,42	2.510,17	⬇

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg. Stand: 28. Februar 2019.

## Geldpolitische Reaktionen zwischen Normalisierungswünschen und zunehmender Konjunkturschwäche

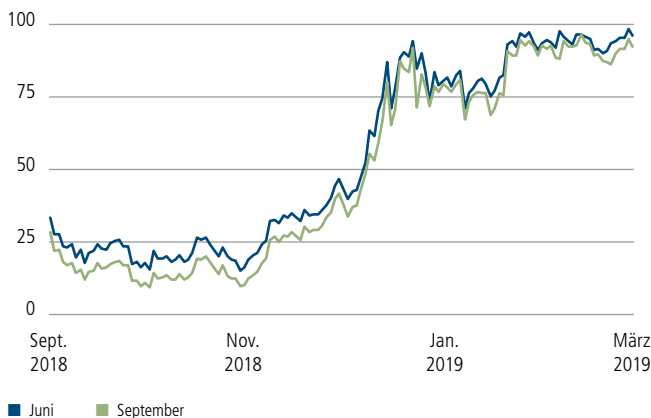
Unsere Erwartung für die weitere geldpolitische Ausrichtung der Notenbanken



Quelle: Union Investment. Stand: 8. März 2019.

## Keine Leitzinserhöhung der Fed mehr eingepreist

Wahrscheinlichkeit für konstanten Leitzinssatz von 2,5 Prozent



Quelle: Bloomberg, Union Investment. Stand: 5. März 2019.

## Aktuelle Entwicklung

Für eine Überraschung sorgte die Europäische Zentralbank (EZB) auf ihrem Treffen Anfang März. Die Währungshüter senkten ihre Wachstums- und Inflationsprognosen und schlossen eine Zinserhöhung in diesem Jahr kategorisch aus. Darüber hinaus werden den Banken ab September insgesamt acht neue Tender (TLTRO) mit einer Laufzeit von jeweils zwei Jahren zur Verfügung gestellt. Damit wolle man vor allem den angeschlagenen Kreditinstituten in Spanien und Italien unter die Arme greifen. Marktteilnehmer hatten zwar auf die Ankündigung neuer Tender gehofft, mit derart konkreten Maßnahmen wurde aber nicht gerechnet. Die EZB befindet sich damit wieder im Krisenmodus.

## Ausblick

Die US-Notenbank wird den Leitzins im März nicht weiter anheben. Inzwischen haben die Marktteilnehmer sämtliche Zinsschritte für das komplette Jahr ausgepreist. Sollte sich das Umfeld wieder bessern, dürften Zinsanhebungen wieder auf die Agenda kommen. Denn die erklärte Abhängigkeit von Konjunkturdaten ist auch dann gegeben, wenn sich wichtige Indikatoren wieder stabilisieren. Vorerst dürfte diese Art von „Soft Put“ der US-Notenbank die Kapitalmärkte aber weiter stützen.

Bei der EZB ist eingetreten, was einige Analysten schon im vergangenen Sommer befürchteten. Bevor die Währungshüter die Krisenmaßnahmen beendet haben, hat sich die konjunkturelle Lage derart eingetrübt, dass Zinserhöhungen nicht durchsetzbar sind. Im Juni rechnen wir mit Details zur Ausgestaltung der neuen Tender.



# Renten

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Die Staatsanleihemärkte in Kerneuropa und den USA handelten lange Zeit in ruhigen Bahnen seitwärts
- Zuletzt war der Anlagedruck hoch, sodass sowohl bei Staats- als auch bei Unternehmensanleihen eine Vielzahl an Papieren platziert wurde
- Die Schuldentragfähigkeit Italiens war erneut ein Thema: Das Rating wurde jedoch nicht nach unten angepasst
- Mit den abwartenden Notenbanken, niedriger Inflation und niedrigem Wachstum hat der Druck zu steigen auf die Renditen zuletzt abgenommen
- Papiere mit Risikoaufschlägen waren zuletzt gefragt

## Kein Renditeanstieg trotz fester Aktienmärkte

Zehnjährige US-Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen seit Januar 2016, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream. Stand: 4. März 2019.

## Aktuelle Entwicklung

**USA:** Die Kursbewegungen am US-Rentenmarkt waren auffällig gering. Die Rendite von zehnjährigen Staatsanleihen pendelte in einem engen Band zwischen 2,63 und 2,70 Prozent hin und her. Dies war insofern erstaunlich, als dass es an kursbewegenden Nachrichten nicht mangelte. Letztlich hielten sich die unterschiedlichen Einflussfaktoren aber die Waage. Einerseits setzte sich der Streit um den Mauerbau zu Mexiko weiter fort. US-Präsident Donald Trump rief sogar den Notstand aus, um die Finanzierung und den Bau doch noch zu erzwingen. Andererseits gab es gute Nachrichten im Handelsstreit mit China. Beide Seiten zeigten sich an einem Verhandlungsergebnis interessiert, um weiteren wirtschaftlichen Schaden abzuwenden. Man gab sich weitere 60 Tage Zeit für eine Fortsetzung der Gespräche. Unterstützung erfährt der US-Rentenmarkt unverändert von der US-Geldpolitik der ruhigen Hand. Gemessen am J.P. Morgan Global Bond US mussten US-

Renten <sup>1</sup>	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz <sup>2</sup>
Staatsanleihen Kerneuropa	-0,3%	0,7%	↓
Covered Bonds	0,2%	0,5%	↑
Staatsanleihen Euro-Peripherie	-0,5%	0,8%	→
Unternehmensanleihen IG	0,7%	1,7%	↑
Unternehmensanleihen HY	1,9%	4,1%	→
Staatsanleihen USA <sup>2</sup>	-0,3%	0,2%	→
Staatsanleihen Schwellenländer <sup>3</sup>	1,0%	5,5%	→

<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: Thomson Reuters Datastream. Stand: 28. Februar 2019.

## Unternehmensanleihen: Renditeaufschläge seit Jahresbeginn rückläufig

Investment-Grade-Unternehmensanleihen\*, Renditeaufschlag in Basispunkten



\* ICE BofAML Euro Corporate Index (ER00).

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, J.P. Morgan. Stand: 4. März 2019.

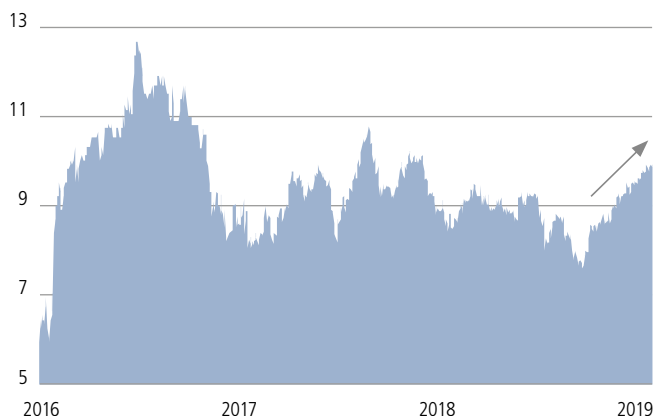
Schatzanweisungen im Februar einen leichten Wertrückgang von 0,3 Prozent hinnehmen.

**Euroraum:** Europäische Staatsanleihen traten im Februar weitgehend auf der Stelle. Nicht das Wachstumsbild, sondern die Politik der Notenbanken prägte das Marktgeschehen. Schwächere Wirtschaftsdaten und ein geringer Inflationsdruck drängen die EZB derzeit nicht zu Zinserhöhungen. Steigende Renditen waren somit nicht auszumachen und die Nachfrage war dementsprechend hoch. In diesem Umfeld wurde eine Vielzahl an neuen Papieren begeben. Mehrheitlich mussten die Emittenten nur geringe Neuemissionsprämien zahlen, sodass manche Papiere im anschließenden Handel leicht unter Druck gerieten. In Summe wurde die Flut an neuen Anleihen aber gut aufgenommen. Darüber hinaus gab es länderspezifische Belastungsfaktoren. So stehen in Spanien vorgezogene Neuwahlen an und Italien sah sich mit einer geringeren Wachstumsprognose des Internationalen Währungsfonds und

# Renten

## Suche nach Rendite spitzt sich wieder zu

Anleihen mit negativer Marktrendite, in Milliarden US-Dollar



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, J.P. Morgan. Stand: 4. März 2019.

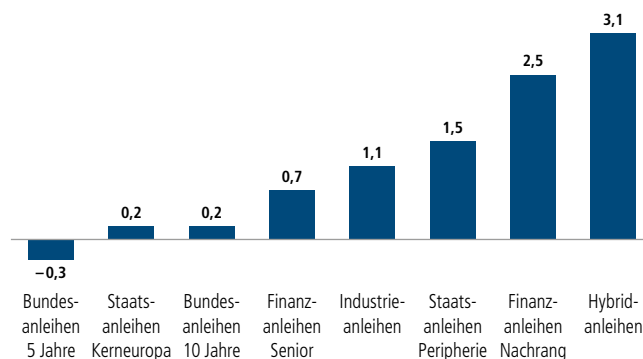
einer Ratingüberprüfung konfrontiert. Peripherieanleihen schnitten in Folge leicht schlechter ab als Kernanleihen. Gemessen am iBoxx Euro Sovereign verloren europäische Staatsanleihen 0,4 Prozent an Wert.

**Unternehmensanleihen:** Europäische Unternehmensanleihen setzten ihren freundlichen Trend aus dem Vormonat fort. Für Rückenwind sorgten dabei vor allem die Notenbanken. Schwache Wirtschaftsdaten und niedrige Inflationsraten geben den Währungshütern derzeit Spielraum, ihre geplante Normalisierung der Geldpolitik aufzuschieben. In diesem Umfeld ist der Druck zu steigen auf die ohnehin schon niedrigen Renditen von Staatsanleihen gering. Unternehmensanleihen erscheinen daher im direkten Vergleich attraktiv, zumal sich die Risikoaufschläge nach dem schwachen Schlussquartal 2018 noch immer auf einem vergleichsweise hohen Niveau befinden. Viele Unternehmen nutzten das positive Umfeld für die Ausgabe neuer Papiere. Bonitätsstarke Emittenten mussten nur geringe Neuemissionsprämien gewähren. Gemessen am ICE BofA Merrill Lynch Euro Corporate (ER00) verbuchten europäische Unternehmensanleihen einen Zuwachs von 0,7 Prozent.

**Emerging Markets:** Die Rentenmärkte der Schwellenländer (Emerging Markets, EM) waren abermals gefragt, konnten dabei aber nicht an die sehr gute Wertentwicklung aus dem Vormonat anknüpfen. Auf Indexebene (J.P. Morgan EMBI Global Diversified) konnten die in Hartwährung denominierten Staatsanleihen ein Plus von 1 Prozent verbuchen. Als stützend erwies sich auch hier die abwartende Haltung der US-Notenbank.

## Risiko wird entlohnt: Nachranganleihen bieten die höchste Rendite

Aktuelle Renditen verschiedener europäischer Rentenklassen im Vergleich, in Prozent



Quelle: Thomson Reuters Datastream. Stand: 4. März 2019.

## Ausblick

Angesichts einer Mischung aus rückläufiger Wachstumsdynamik, gestiegenen politischen Risiken und einem nach wie vor relativ schwachen Inflationsdruck werden die wichtigsten Notenbanken auf einen moderateren geldpolitischen Straffungskurs einschwenken. Dabei wird die US-Notenbank Fed 2019 stärker datenabhängig agieren und die Zinsen noch maximal zweimal erhöhen. Sollte es aber zu einer Inversion der Zinsstrukturkurve oder einer weiteren konjunkturellen Verlangsamung kommen, dürfte sie die Zinsanhebungen vorzeitig beenden. In Europa hat die EZB Zinserhöhungen für dieses Jahr ausgeschlossen und wird somit ebenfalls eine abwartende Haltung einnehmen.

Für sichere Rentenpapiere wie Bundesanleihen oder US-Staatsanleihen hat der Druck zu steigen auf die Renditen damit abgenommen. Wir erwarten bei zehnjährigen US-Staatsanleihen bis zum Jahresende nur noch einen leichten Anstieg auf 2,8 Prozent. Auch für zehnjährige deutsche Bundesanleihen rechnen wir im Jahresverlauf nur noch mit moderat anziehenden Renditen (Prognose Ende 2019 nun nur noch 0,45 Prozent). Den Segmenten mit Risikoaufschlägen hilft der flachere Zinspfad von Fed und EZB, deren Attraktivität dadurch zugenommen hat. Solange es zu keinen geopolitischen „Unfällen“ kommt, sollten die Risikoaufschläge vereinnahmt werden können.

Die Rentenmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften (Emerging Markets) sind noch immer in schwierigem Fahrwasser. Handelsbeschränkungen seitens der USA sind längst zu einer Belastung für den Welthandel geworden. Die davon ausgehende negative Stimmung überlagert inzwischen die eigentlichen Unterstützungsfaktoren wie die zum Teil guten Fundamentaldaten und die Umsetzung von Reformen in einigen Ländern. In den letzten Wochen nahm der Gegenwind mit wieder rückläufigen US-Renditen, einer zurückhaltenden US-Notenbank und den wieder höheren Rohstoffpreisen jedoch merklich ab.

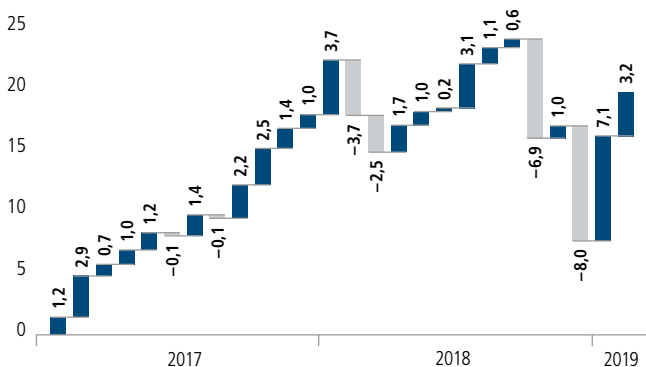
# Aktien

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Der bereits angesprochene „Soft Put“ der Fed verlieh den Aktienmärkten auch im Februar Flügel
- Für die US-Aktienmärkte war es der beste Jahresauftakt seit 44 Jahren
- Rückenwind kommt von weiteren Aktienrückkaufprogrammen, auch das technische Bild hat sich aufgeheitert
- Die Analysten haben ihre Gewinnsschätzungen für das erste Halbjahr 2019 auf ein realistisches Niveau revidiert, auf globaler Ebene dürften die Gewinne um 5 Prozent zulegen
- Unter regionalen Gesichtspunkten favorisieren wir die USA vor Europa

## Kräftige Gegenbewegung sorgt für freundlichen Jahresauftakt

Monatliche Kursgewinne und -verluste seit Anfang 2017\*, in Prozent



\*MSCI World in lokaler Währung.  
Quelle: Thomson Reuters Datastream. Stand: 28. Februar 2019.

## Aktuelle Entwicklung

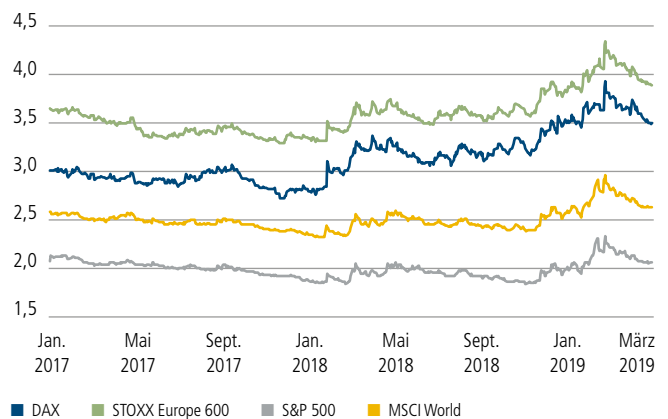
**Euroraum:** Die europäischen Aktienmärkte konnten die Kursgewinne vom Jahresanfang im Februar erhöhen. Der EURO STOXX 50 gewann 4,4 Prozent, der marktbreitere STOXX Europe 600 legte 3,9 Prozent zu. Auf konjunktureller Seite ging die Hängepartie allerdings weiter. Insbesondere der Industriesektor zeigte sich schwach. Dagegen lief es beim Konsum rund. Daneben beeinflussten die Ereignisse rund um den Brexit die europäischen Börsen. Am 14. Februar lehnte das Unterhaus die Erklärung über das Vorgehen der Regierung und den Stand der Nachverhandlungen mit der Europäischen Union ab. Positiv war, dass Premierministerin Theresa May gegen Ende des Monats ihren Widerstand gegen eine Verschiebung des Brexits aufgab. Sie gab bekannt, dass am 12. März nochmals über das Austrittsabkommen abgestimmt werden soll. Bei einer weiteren Ablehnung seitens des Parlaments soll darüber entschieden werden, ob es einen Austritt ohne Abkommen geben soll. Erst nach Ablehnung dieses Szenarios käme es zu einem

Aktien	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz*
MSCI AC World	2,5%	10,5%	➔
MSCI World	2,8%	10,7%	➔
MSCI Emerging Markets	0,1%	8,8%	➔
DAX 30	3,1%	9,1%	➔
EURO STOXX 50	4,4%	9,9%	➔
S&P 500	3,0%	11,1%	➔
Nikkei 225	2,9%	6,8%	➔

Wertentwicklung der MSCI-Indizes wird in US-Dollar dargestellt. Alle anderen Indizes werden in lokaler Währung ausgewiesen.  
Quelle: Thomson Reuters Datastream. Stand: 28. Februar 2019.

## Europäische Aktien weisen deutlich höhere Dividendenrenditen auf

Dividendenrenditen seit Anfang 2017 im Vergleich, in Prozent



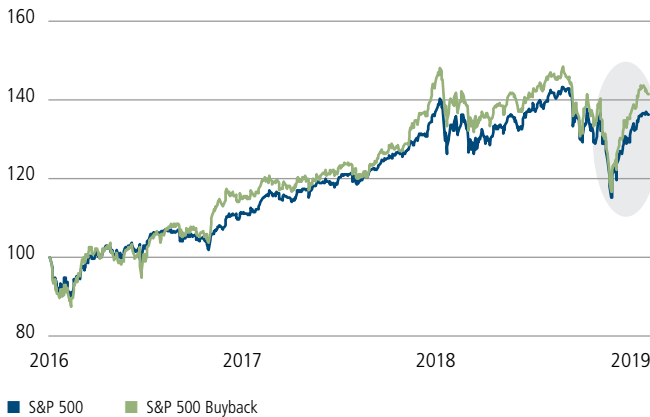
Quelle: Bloomberg. Stand: 6. März 2019.

Votum über eine Verschiebung. Auch beim Handelskonflikt entspannte sich die Lage, was die europäischen Börsen unterstützte.

**USA:** Die US-Börsen haben nach dem starken Januar auch im Februar Kursgewinne verzeichnet. Der Leitindex Dow Jones Industrial Average stieg um 3,7 Prozent, der marktbreitere S&P 500 um 3,0 Prozent. An der Technologiebörse Nasdaq kletterten die Aktien im Schnitt um 3,4 Prozent. Weltweit entwickelten sich Aktien, gemessen am MSCI World, mit einem Wertzuwachs von 3,2 Prozent ähnlich wie die US-Märkte. Seit Jahresbeginn konnte der S&P 500 bereits 12 Prozent beziehungsweise 14 Prozent zulegen. Damit war 2019 der stärkste Jahresauftakt seit 44 Jahren. Für Aufatmen sorgte die Nachricht des US-Präsidenten Donald Trump, dass bedeutende Fortschritte im Handelsstreit mit China gemacht würden. Angesichts der Gespräche verschob Trump die Frist, nach deren Ablauf Strafzölle auf chinesische Waren drastisch erhöht werden könnten, auf unbestimmte Zeit. Zunächst sollte die Frist Anfang März ablaufen.

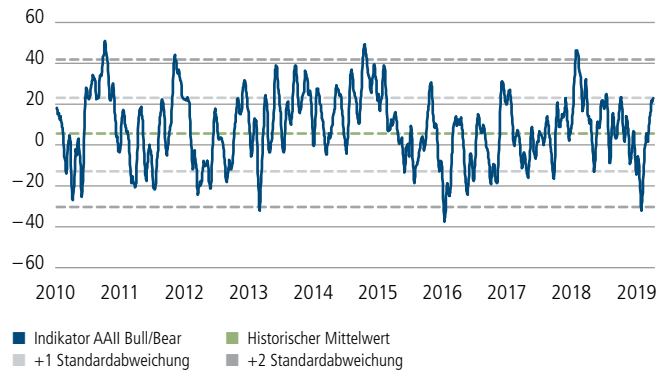
# Aktien

## Aktienrückkaufprogramme wirken unterstützend Indexierte Wertentwicklung seit Anfang 2016, in Prozent



Quelle: Bloomberg, Stand: 6. März 2019.

## Stimmung der US-Investoren ist wieder positiv Indikator AAll\* Bull/Bear in den USA, in Prozent



\*AAll = American Association of Individual Investors.

Anteil Investoren mit optimistischem Ausblick versus Anteil Investoren mit pessimistischem Ausblick.  
Quelle: Thomson Reuters Datastream, Stand: 5. März 2019.

**Japan:** Die japanische Börse hat im Februar an die Gewinne des Vormonats angeknüpft und im Plus geschlossen. Der Nikkei 225 legte in lokaler Währung um 2,9 Prozent zu. Wie schon im Vormonat wurden die Kurszuwächse von der US-Notenbank Federal Reserve unterstützt. Zudem halfen die Annäherungen im Handelsstreit zwischen den USA und China den Notierungen. Die Kurse trotzten den teilweise schwächeren Konjunkturdaten aus dem Land der aufgehenden Sonne. So sank die Industrieproduktion um 3,7 Prozent und damit deutlich stärker als erwartet. Zudem fiel der Einkaufsmanagerindex für die Industrie im Februar unter die Marke von 50 Punkten, die eine expandierende wirtschaftliche Aktivität anzeigt.

**Emerging Markets:** Die Aktienmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften legten im Vergleich zu den Industrieländern weniger stark zu. Während die Aussicht auf einen Kompromiss im Handelsstreit die asiatischen Märkte beflügelte, stand die Region Lateinamerika aufgrund der dortigen politischen Unwägbarkeiten unter Druck. In Argentinien kam es zu einer Korrektur. Nachdem der Merval im Januar 21 Prozent zulegen, fanden nun Gewinnmitnahmen statt. Der Index verlor im Februar 9 Prozent an Wert.

### Ausblick

Im spätzyklischen Kapitalmarktumfeld lässt der Rückenwind für Aktien langsam nach. Die Weltkonjunktur sollte 2019 an Momentum verlieren, dennoch dürften die Gewinne der Unternehmen

solide bleiben. Mit steigenden Bewertungen ist hingegen nicht zu rechnen, sodass sich das Anstiegspotenzial der Aktienmärkte auf die Höhe des Gewinnwachstums beschränkt, das wir aktuell mit einem Plus von rund 5 Prozent prognostizieren. Generell wird sich der Aktienmarkt im spätzyklischen Umfeld sowohl regional als auch sektoral unterschiedlich entwickeln. Insbesondere für zyklische und zinsensitive Branchen nimmt 2019 der Gegenwind zu. Die Schwankungen an den Aktienmärkten werden hoch bleiben. Aktivität und Selektion sind daher die Schlüsselfaktoren zum Anlageerfolg 2019.

Die wechselhafte Politik der US-Regierung wird mit Sicherheit auch in den kommenden Wochen eine Belastung bleiben. Insgesamt haben die politischen Risiken jedoch vorerst etwas abgenommen. Der ausgehandelte Waffenstillstand zwischen China und den USA wurde um 60 Tage verlängert. Derzeit spricht deshalb viel für eine Kompromisslösung. In Europa gilt es, die Geschehnisse rund um den Brexit zu beobachten. Das britische Parlament ist sich weiter uneins, wie es weitergehen soll. Zuletzt ist jedoch ein ungeordneter Brexit weniger wahrscheinlich geworden. Beides dürfte aber bereits in den aktuellen Kursen eingepreist sein. Nach dem guten Jahresbeginn scheinen daher Gewinnmitnahmen möglich. Für weiter steigende Kurse wäre ein neuerlicher Impuls notwendig. Dieser könnte aus China kommen, wenn die dortige Regierung den Konsum ankurbeln sollte. Mittelfristig sehen wir die Kurse eher seitwärts tendieren. Zum Jahresende sollten sich die wichtigsten Leitindizes daher in etwa auf dem gleichen Niveau wie heute bewegen.

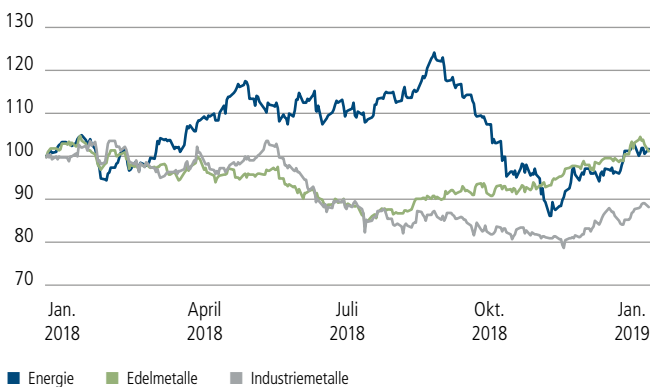
# Rohstoffe

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Im Februar konnten Rohstoffe an die gute Wertentwicklung aus dem Vormonat anknüpfen
- Die größten Zuwächse verbuchten abermals Energierohstoffe mit einem Anstieg von knapp 7 Prozent
- Industriemetalle profitierten von der höheren Risikobereitschaft der Investoren
- Gemessen am MS RADAR ex. Agrar gewannen Rohstoffe im Februar 4,9 Prozent an Wert
- Aufgrund der guten Fundamentaldaten dürfte sich der Preisanstieg bei Energierohstoffen fortsetzen

## Deutliche Erholung seit Jahresbeginn in allen Sektoren

Indexierte Wertentwicklung der Rohstoffsektoren seit Anfang 2018, in Prozent



Quelle: Bloomberg. Stand: 5. März 2019.

## Aktuelle Entwicklung

Öl der Sorte Brent legte um 4 Prozent zu, da Saudi-Arabien weitere Produktionskürzungen für März ankündigte. Zudem seien weitere Schritte in der zweiten Jahreshälfte denkbar. Darüber hinaus waren in den USA zuletzt die Lagerbestände unerwartet gesunken. Üblicherweise findet zu dieser Jahreszeit ein Lageraufbau statt. Auch die Ölimporte fielen geringer aus. Den größten Preisanstieg gab es mit 19 Prozent bei Benzin. Zuletzt waren dort die Gewinnmargen für die Weiterverarbeitung auf das niedrigste Niveau seit 2010 gefallen, sodass nun eine Gegenbewegung erfolgte. Trotz schwacher Konjunkturdaten aus China legten auch Industriemetalle zu und profitierten von der höheren Risikobereitschaft der Anleger. Kupfer verbesserte sich um fast 7 Prozent. Im Edelmetallsektor setzte Palladium seine Rallye mit einem Zuwachs von 12 Prozent fort. Die Nachfrage aus der Autoindustrie ist aufgrund strengerer Emissionsbedingungen weiterhin groß.

Rohstoffe	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz*
MS RADAR ex. Agrar	4,9%	11,7%	↑
MS RADAR Energie	6,9%	15,7%	↑
MS RADAR Edelmetalle	4,6%	9,4%	→
MS RADAR Industriemetalle	3,2%	10,6%	↑
Öl (Brent)*	8,8%	22,8%	↑
Gold*	-0,6%	2,4%	→

\*Preisentwicklung in US-Dollar.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg. Stand: 28. Februar 2019.

## Dieselkrise treibt Preis für Palladium auf Rekordhoch

Preis pro Unze in US-Dollar seit Anfang 2000



Quelle: Bloomberg. Stand: 5. März 2019.

## Ausblick

Der Rohstoffsektor befindet sich weiterhin im Spannungsfeld zwischen den positiven Einflussfaktoren aus dem spätzyklischen Konjunkturumfeld und den Auswirkungen aus den geo- und handelspolitischen Ereignissen. Trotz der Bremspuren in China bleiben viele Industriemetalle durch Angebotsdefizite fundamental weiterhin gut unterstützt. Durch die von der OPEC und Russland Ende 2018 beschlossene Drosselung der Förderung sollte der Ölmarkt im Verlauf des Jahres 2019 wieder ein Angebotsdefizit aufweisen. Die Industriemetallpreise legten in den letzten Wochen bereits zu. Erste Anzeichen einer Entspannung im Handelskonflikt zwischen den USA und China sorgten für eine bessere Stimmung unter Investoren. Die meisten Metalle befinden sich in einem Marktdefizit, die Börsenlagerbestände sinken und die Terminkurven deuten zum Teil auf Knappheit hin.

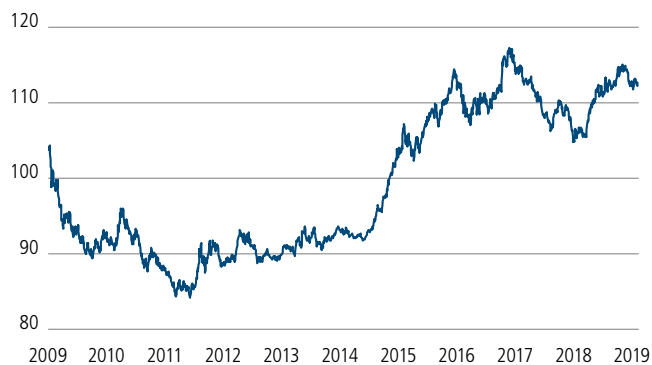
# Währungen

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Im Februar wertete der US-Dollar gegenüber dem Großteil anderer Währungen auf und belastete damit auch die Valuten aus den Schwellenländern
- Zum Monatsende stützte das höher als erwartet BIP-Wachstum im vierten Quartal 2018 den Greenback
- Gewinnmitnahmen lasteten auf dem Südafrikanischen Rand, der im Vormonat stark zulegen konnte
- Auch die Währungen Argentiniens und der Türkei gehörten zu den Verlierern
- Das Britische Pfund wertete auf, nachdem ein ungeordneter Brexit weniger wahrscheinlich wurde

## US-Dollar bleibt fest – kaum Entlastung für Schwellenländer

Handelsgewichteter US-Dollar gegenüber wichtigen Währungen\*



\* Indexiert, 1997 = 100, berechnet von der US-Notenbank Fed.  
Quelle: Thomson Reuters Datastream. Stand: 5. März 2019.

## Aktuelle Entwicklung

Durch die besonders in der Eurozone schwächelnden Konjunktur notierte der US-Dollar im Februar fester. Alle weiteren Hauptwährungen, mit Ausnahme des Britischen Pfunds, werteten gegenüber der US-amerikanischen Leitwährung ab. So musste auch der Euro erneut gegenüber dem US-Dollar Federn lassen. Der Chinesische Renminbi handelte fast unverändert. Die Aufwertung des US-Dollar und die schwachen Konjunkturdaten belasteten auch die im letzten Monat noch stark favorisierten Valuten der rohstoffexportierenden Schwellenländer. Eine besonders ausgeprägte Kehrtwende verzeichnete der Südafrikanische Rand. Nach einem Zuwachs von 8,4 Prozent im Januar verlor der Rand 5,3 Prozent im Februar gegenüber dem Euro. Eine mögliche Verschiebung des für Ende März geplanten Brexits sorgte für ein Plus von 1,9 Prozent beim Britischen Pfund gegenüber der Gemeinschaftswährung.

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

Quelle: Thomson Reuters Datastream. Stand: 28. Februar 2019.

## Marktschwankungen nehmen auch am Währungsmarkt ab

Volatilitätsindex der G7-Währungen seit Anfang 2018



Quelle: Bloomberg. Stand: 5. März 2019.

## Ausblick

Die jüngsten Töne aus London deuten darauf hin, dass ein Hard Brexit vermieden wird. Oppositionschef Corbyn hat ein zweites Brexit-Referendum in Aussicht gestellt – Premierministerin May strebt eine Verlängerung der Verhandlungsperiode an, worauf die EU wohl auch eingehen wird. Darüber hinaus zeigen sich auch zunehmend die Hardliner beider Seiten kompromissbereit. Etwas mehr Sicherheit in der Brexit-Frage spricht dafür, dass viele Investoren britische Risikoanlagen früher oder später wieder stärker in ihren Portfolien berücksichtigen dürften. Mit den potentiell einsetzenden Käufen würden sie gleichzeitig das Britische Pfund nachfragen. Als Gegenwährung favorisieren wir den Euro und nicht den US-Dollar, da die wirtschaftlichen Daten im Euroraum schwächer als in den USA ausfallen dürften.

# Immobilien

## Unsere Einschätzung in Kürze

- Das Mietpreiswachstum auf den deutschen Büromärkten wird sich auch 2019 fortsetzen
- Die europäischen Büromärkte sind durch fallende Leerstandsraten und steigende Mieten geprägt
- Auf den US-amerikanischen Büromärkten steigen die Mieten im Schnitt der Standorte noch etwas
- Auf den Büromärkten in der Region Asien/Pazifik setzt sich das Mietpreiswachstum fort

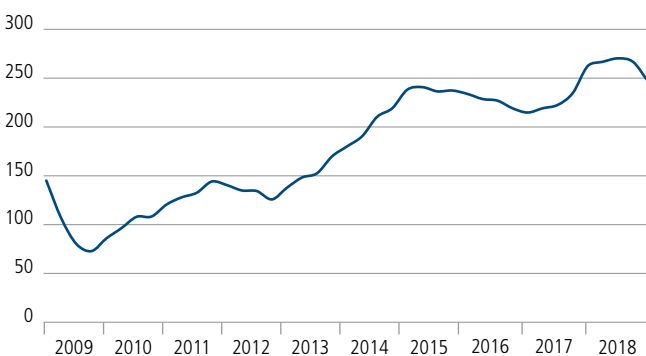
Büromieten*	Veränderung zum Vorquartal		Veränderung zum Vorjahr		Tendenz*
Deutschland	3,1%		6,7%		↑
Europa (ohne Deutschland)	1,5%		5,7%		↑
USA	0,5%		3,1%		↑
Asien/Pazifik	1,0%		5,4%		↑

\*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 2018. Daten werden quartalsweise aktualisiert.

## Entwicklung des Transaktionsvolumens in Europa

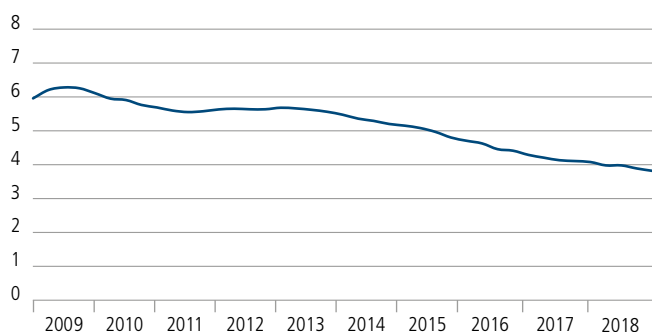
Rollierender 12-Monats-Durchschnitt, in Milliarden Euro



Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 31. Dezember 2018.

## Entwicklung der Büroanfangsrenditen in Europa

Durchschnitt, in Prozent\*



\*Durchschnitt der zwölf größten europäischen Büromärkte.

Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 31. Dezember 2018.

## Aktuelle Entwicklung der europäischen Immobilienmärkte

Die europäischen Immobilienmärkte entwickelten sich auch im Jahr 2018 positiv. Dies äußerte sich erneut in einer sehr hohen Nachfrage, die wie schon im Vorjahr durch das unverändert niedrige Zinsniveau und die damit verbundenen günstigen Finanzierungsbedingungen gestützt wurde. Obwohl also weiterhin ein großer Investorenappetit nach Gewerbeimmobilien bestand, fiel das Transaktionsvolumen für diese Anlagen im Vergleich zum Vorjahr leicht um etwa 6 Prozent auf rund 248 Milliarden Euro. Grund hierfür war ein mittlerweile stark ausgeprägter Produktmangel auf den europäischen Immobilienmärkten.

Im Kontinentalvergleich konnte Europa dennoch seine Spitzenposition als beliebtestes Investitionsziel vor Nordamerika verteidigen. Insbesondere zum Jahresende wurden noch einmal zahlreiche Transaktionen finalisiert, sodass im vierten Quartal die zweitgrößte Transaktionsaktivität seit Beginn der Aufzeichnungen verbucht wurde. Im Ranking der meistgehandelten Metropolen behauptete erneut London seinen Spitzenplatz und konnte somit den bereits im Vorjahr eingetretenen Aufwärtstrend trotz der Brexit-Unsicherheiten fortschreiben. Mit einer Steigerung um 14 Prozent im Ver-

gleich zu dem Jahr 2017 erreichte die britische Hauptstadt ein Transaktionsvolumen von rund 32 Milliarden Euro und platzierte sich damit merklich vor New York (27 Milliarden Euro) und Paris (25 Milliarden Euro).

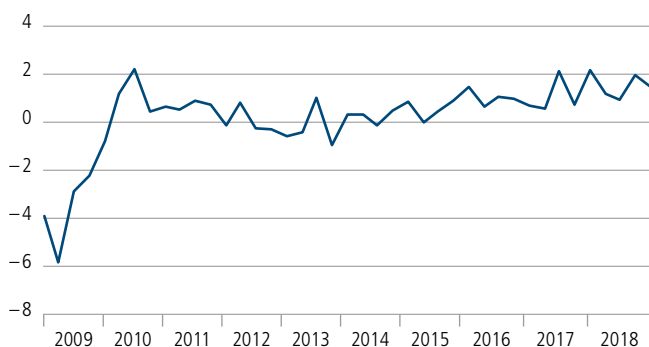
Auf nationaler Ebene stand neben Großbritannien vor allem Deutschland im Fokus der Immobilieninvestoren. Auf die beiden Länder entfielen zusammen rund 49 Prozent des gesamten europäischen Transaktionsvolumens für Gewerbeimmobilien. Mit einigem Abstand folgten Frankreich, Spanien, die Niederlande, Italien, Schweden und Polen als bedeutsame europäische Investitionsstandorte. Vor allem Polen konnte mit einem Plus von 41 Prozent ein deutliches Wachstum des Transaktionsvolumens verbuchen, was primär auf das attraktive Preisniveau im Vergleich zu den westeuropäischen Standorten zurückzuführen war.

Der Großteil der außereuropäischen Kapitalzuflüsse nach Europa stammte im Jahr 2018 von global aktiven Fonds. Auf dem zweiten Rang folgten die asiatischen Investoren, wobei die Kapitalflüsse insbesondere aus China aufgrund von neu auferlegten Kapitalausfuhrbeschränkungen seitens der Regierung drastisch zurückgingen. Demgegenüber steigerten singapurische Investoren ihr europäi-

## Immobilien

### Quartalsweise Veränderung der Bürospitzenmiete in Europa

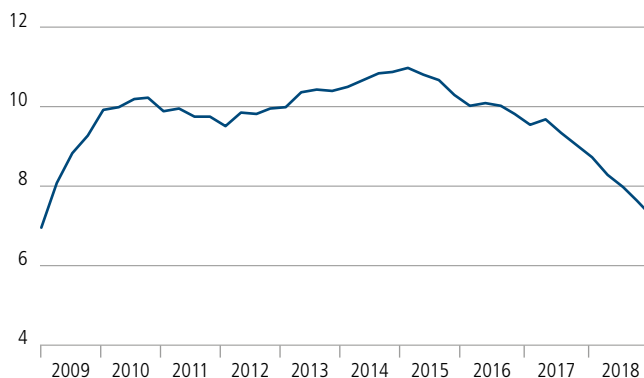
Durchschnitt, in Prozent\*



\* Durchschnitt der zwölf größten europäischen Büromärkte.  
Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 31. Dezember 2018.

### Entwicklung der Leerstandsquote in Europa

Durchschnitt, in Prozent\*



\* Durchschnitt der zwölf größten europäischen Büromärkte.  
Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 31. Dezember 2018.

sches Ankaufsvolumen vor allem in Großbritannien und Deutschland deutlich.

Renditeseitig nahm der Druck im Jahr 2018 durch die hohe Nachfrage bei gleichzeitig geringem Produktangebot in zentralen Lagen noch einmal zu. Die zwölf bedeutsamsten europäischen Bürostandorte zeigten somit im Jahresvergleich eine Renditekompression von etwa 25 Basispunkten und lagen Ende 2018 durchschnittlich bei 3,8 Prozent. Mit Werten zwischen 3,0 Prozent in Paris und Amsterdam beziehungsweise 4,8 Prozent in Warschau wurden an einigen europäischen Standorten die Rekordtiefstände der Anfangsrenditen aus dem Vorjahr nochmals unterboten.

Das Marktgeschehen an den europäischen Vermietungsmärkten wurde auch im Jahr 2018 durch gute Konjunkturrahmendaten begünstigt. Das positive Wirtschaftsklima führte an vielen europäischen Standorten wie schon 2017 zu sinkenden Arbeitslosenquoten und steigenden Beschäftigtenzahlen. Im Gegensatz zu den Vorjahren konnten zahlreiche Unternehmen jedoch nicht mehr nach Wunsch expandieren, da sich im Jahresverlauf ein spürbarer Mangel an verfügbaren Büroflächen zeigte. Vor diesem Hintergrund blieb die Vermietungsleistung im Schnitt über die 12 wichtigsten europäischen Büromärkte zwar nach wie vor auf einem hohen Niveau, verzeichnete im Jahresvergleich jedoch einen Rückgang um -12,7 Prozent. Da auch das Neubauvolumen nach wie vor nicht mit der hohen Flächennachfrage mithalten konnte, entwickelten sich neben der Vermietungsleistung auch die Leerstandsquoten an den europäischen Büromärkten ausnahmslos rückläufig. Im Schnitt der zwölf wichtigsten Standorte fiel die Leerstandsrate bis Ende Dezember 2018 im Jahresvergleich deutlich um etwa 150 Basispunkte auf 7,2 Prozent. Besonders hoch fiel der Leerstandsrückgang in Amsterdam und Warschau mit 320 beziehungsweise 330 Basispunkten aus. In der Grachtenstadt führten unter anderem Büro-Umwidmungen zu einer Verknappung des Büroflächenangebots, während die polnische Hauptstadt

von einer spürbaren Verbesserung der Nachfrage profitierte. Auch in London fiel die Leerstandsrate trotz der Brexit-Unsicherheiten und des hohen Neubauvolumens um 80 Basispunkte.

Der Nachfrageüberhang an den europäischen Büromärkten übte auch im Jahr 2018 Druck auf die Mieten aus. Im Durchschnitt der zwölf wichtigsten europäischen Bürostandorte stiegen diese im Jahresvergleich um 5,7 Prozent. Besonders stark war das Mietpreiswachstum in Lissabon, Madrid und Stockholm mit Steigerungen zwischen 7,1 und 10,4 Prozent. Auch alle anderen hier betrachteten Büromärkte verzeichneten ein Mietpreiswachstum innerhalb einer Spanne von 2,2 Prozent in Warschau bis 6,4 Prozent in Luxemburg. Bemerkenswert war die positive Mietpreisentwicklung insbesondere in London, wo die Mieten bis Ende 2017 infolge des Brexit-Referendums noch deutlich nach unten korrigiert wurden.

### Ausblick

Perspektivisch ist in der Weltwirtschaft vor dem Hintergrund des spätzyklischen Marktumfeldes, des erstarkenden Protektionismus und vielschichtiger politischer Unsicherheiten mit einer Entschleunigung der Wachstumsdynamik zu rechnen, die auch am europäischen Raum nicht spurlos vorbeigehen wird. Nichtsdestotrotz zeichnet sich die europäische Wirtschaft zurzeit durch volle Auftragsbücher aus. Die Konjunkturlage erscheint mittelfristig in Anbetracht der moderaten Inflationsentwicklung und des anhaltenden Niedrigzinsumfeldes robust. Vor diesem Hintergrund dürfte 2019 die Investorennachfrage nach europäischen Immobilien weiterhin hoch bleiben. Da auch im weiteren Jahresverlauf erst mit einem langsamen Anziehen der Baufertigstellungen zu rechnen ist, sollte die Produktknappheit in den A-Lagen der meisten europäischen Märkte bestehen bleiben oder sich sogar noch verschärfen. Beim europäischen Transaktionsvolumen ist dementsprechend trotz der weiterhin soliden Ausgangslage mit einem leichten Rückgang um bis zu 10 Prozent auf Gesamtjahressicht zu rechnen.



## 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: **8. März 2019**, soweit nicht anders angegeben.

## Ihre Kontaktmöglichkeiten

Union Investment Institutional GmbH  
Weißfrauenstraße 7  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon 069 2567-7652  
[www.institutional.union-investment.de](http://www.institutional.union-investment.de)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Ihre Kontaktmöglichkeiten in Österreich

Union Investment Austria GmbH  
Schottenring 16  
A-1010 Wien

## Weitere Kontaktadresse für Anleger in Österreich

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

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

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

## Ihre Kontaktmöglichkeiten in der Schweiz

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

## Weitere Kontaktadressen für Anleger in der Schweiz

Vertreter in der Schweiz:  
IPConcept (Schweiz) AG  
Münsterhof 12  
Postfach  
8022 Zürich

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

Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen: **8. März 2019**, soweit nicht anders angegeben.