



„Am Kapitalmarkt wird es über den Sommer wohl beim Wechsel zwischen Segel- und Gleitflug bleiben – ohne absehbare Turbulenzen.“

Max Holzer, Leiter Relative Return



August 2017: Neues von den Märkten

Wir arbeiten für Ihr Investment

Inhaltsverzeichnis

<u>Die Märkte im Überblick</u>	3
<u>Prognosen</u>	5
<u>Konjunktur</u>	6
<u>Geldpolitik</u>	8
<u>Renten</u>	9
<u>Aktien</u>	11
<u>Rohstoffe</u>	13
<u>Währungen</u>	14
<u>Immobilien</u>	15

Die Märkte im Überblick

Die Kapitalmärkte bewegen sich relativ geräuschlos mit leichten Variationen der Flughöhe durch den Sommer. Es gibt wenig Informationen, aus denen man voller Überzeugung auf substantielle Bewegungen nach oben oder unten schließen könnte. Aus diesem Grund haben wir unsere Risikoausrichtung auf einem ausgewogenen Niveau bestätigt („RoRo“-Meter Stufe 3). Die Aktienquote bleibt in Summe ebenfalls unverändert. In den letzten Wochen war die „Thermik“ für US-Aktien besser als für europäische Werte – was vor allem mit der Schwäche des US-Dollar zu tun hat. Diese dürfte auf dem jetzigen Niveau aber eher nachlassen. Die Dynamik der nächsten Wochen wird wohl maßgeblich davon abhängen, ob die US-Notenbank Fed bereits jetzt anfängt „anzumodern“, was sie im September zu tun gedenkt. Es gibt am Markt derzeit sehr unterschiedliche Meinungen darüber, wie sie vorgehen wird – dementsprechend schlecht lässt sich vorhersagen, wie die Kapitalmärkte reagieren werden.

Die wichtigsten weiteren Ergebnisse

Konjunktur: In China lag das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal bei 6,9 Prozent und damit über dem Regierungsziel von 6,5 Prozent. Gleichzeitig hat sich die Kapitalbilanz stabilisiert beziehungsweise wurde der Abfluss der Währungsreserven gestoppt. Das sind weitere gute Nachrichten für die Weltwirtschaft. Die Entwicklung für den Euroraum sieht nach wie vor gut aus – dass das Momentum auf dem erreichten hohen Niveau etwas nachlässt, liegt in der Natur der Sache. Für die USA ist das Bild weiter solide, mit nicht allzu großer Dynamik bei den „harten“ Zahlen, aber zuletzt etwas besseren Frühindikatoren.

Inflation: Es bleibt beim Bild der letzten Monate: Von Reflationierung keine Spur mehr – vor allem nicht in den USA. Die US-Verbraucherpreise lagen zuletzt mit einer Veränderung von 1,6 Prozent sogar leicht unter den Erwartungen. Und es gibt durchaus Argumente, warum die Preissteigerung sogar noch etwas zurückgehen könnte.

Geldpolitik: Unabhängig von der Inflation muss die Fed unseres Erachtens aufgrund des immer noch niedrigen Zinsniveaus für schlechte Zeiten vorsorgen, so lange sie das noch kann. Denn prinzipiell ist es durchaus möglich, dass sich das Wachstum deutlich abschwächt, ohne dass die Inflation zuvor anzieht. Es könnte deshalb sein, dass die Fed in einer Art „Trial and error“-Prozess die Zinsen anhebt, solange zum Beispiel der Kapitalmarkt nicht stark negativ reagiert oder das Konjunkturbild sich nicht deutlich verschlechtert. Wir gehen darüber hinaus davon aus, dass die Fed im September die Modalitäten des Bilanzabbauprogramms verkünden wird. Für den Euroraum halten wir an unserer Einschätzung fest, dass die Europäische Zentralbank (EZB) im September den Beginn des sogenannten Tapering (Reduzierung der Anleihekäufe) beschließen wird.

Renten: Nach dem deutlichen Anstieg der Renditen bei US-Treasuries und Bundesanleihen Ende Juni/Anfang Juli hat sich das Momentum der Aufwärtsbewegung deutlich abgeschwächt.

Für Unternehmensanleihen und Staatsanleihen der Schwellenländer (Emerging Markets) darf es weiter heißen: „Carry is king!“ Für alle Spreadprodukte gilt dabei, dass ein Umfeld soliden weltwirtschaftlichen Wachstums bei gleichzeitig geringer Inflation (und nicht zu aggressiven Notenbanken) tendenziell eine gute Voraussetzung ist, um in Ruhe die Risikoaufschläge vereinnahmen zu können. Bei den Schwellenländern kommt im positiven Sinne der schwache US-Dollar und die zumindest stabile, teilweise aber auch positive Entwicklung der Rohstoffpreise hinzu.

Aktien: Bei Aktien fehlen kurzfristig die Treiber für weitere Kursanstiege. Die Gewinnsteigerungen verlieren an Dynamik und sind zudem eingepreist. Dementsprechend ist die aktuelle Berichtssaison solide – nicht mehr, aber eben auch nicht weniger. Selbst auf gute Berichte sind die Marktreaktionen eher verhalten. Einen Dämpfer bekamen Aktien der Eurozone: Der Euro stieg deutlich stärker als erwartet, die meisten Unternehmen haben mit einem Kurs zwischen 1,10 und 1,12 Dollar je Euro kalkuliert. Auf vergleichender Basis machen Schwellenländeraktien den etwas besseren Eindruck in Relation zu Werten der entwickelten Länder. Neben den bereits genannten Argumenten für die Region sind auch die Erwartungen der Analysten beziehungsweise ist die Bewertungssituation deutlich positiver.

Rohstoffe: Bei Rohstoffen hat sich unsere Erwartung bestätigt, dass der Ölpreis fester notieren wird, sofern sich insbesondere die OPEC-Länder weiter wie bisher diszipliniert an die Förderbeschränkungen halten.

Währungen: Der US-Dollar hat gegenüber fast allen Währungen deutlich nachgegeben. Neben den genannten ökonomischen Erklärungen war vor allem die anhaltende Erfolglosigkeit von US-Präsident Trump der Treiber. Man mag daran glauben, dass die US-Regierung 2018 einen Teil ihrer Reformpläne doch noch umsetzen wird, für den Moment spielt dies für die Kapitalmärkte aber keine Rolle mehr. Für die nächsten Monate betrachten wir unter Währungsgesichtspunkten die erwarteten Leitzinserhöhungen der Fed gegenüber den erwarteten Maßnahmen der EZB in Kombination mit dem dynamischeren Wirtschaftswachstum als gleichwertig.

Emerging Markets mit deutlichem Bewertungsabschlag Kurs-Gewinn-Verhältnis seit Anfang 2000*



Quelle: Factset. Stand: 25. Juli 2017.

* Auf Basis der nächsten 12-Monats-Gewinnerwartungen.

Die Märkte im Überblick

Unsere aktuelle Risikoeinschätzung

- Im Euroraum lässt das Konjunkturmomentum auf hohem Niveau etwas nach, während die US-Frühindikatoren eine Stabilisierung anzeigen. In China zieht die Aktivität an
- Die US-Inflation bleibt moderat. Die US-Notenbank dürfte die Zinsen dennoch weiter anheben
- Die EZB wird im Herbst die Reduktion (aber kein definitives Ende) der Wertpapierkäufe ankündigen und ab 2018 umsetzen
- Die Berichtssaison für das zweite Quartal ist bislang solide. Die noch positiven globalen Gewinnrevisionen beginnen überzurollen
- Unsere allgemeine Risikoeinschätzung („RoRo“-Meter) bleibt auf Stufe 3 (neutral)

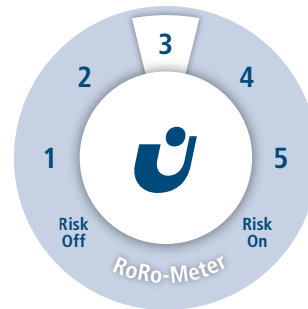
Unsere Sicht auf die Anlageklassen

- **Renten:** Das Umfeld (solides Wachstum bei niedriger Inflation) bleibt grundsätzlich positiv für Anleihen mit Risikoaufschlag. Wir favorisieren Unternehmenspapiere, hochverzinsliche Titel und Anleihen aus den Schwellenländern
- **Aktien:** Gewinnwachstum, prägnante Zuflüsse, eine günstigere Bewertung sowie die intakte Unterstützung von der Währungsseite sprechen zurzeit für Aktien aus den Schwellenländern
- **Währungen:** Das erwartete Tapering der EZB sowie ein höheres Wachstumsmomentum im Euroraum halten sich in etwa die Waage mit einer weiteren Zinserhöhung in den USA, weshalb wir dem US-Dollar neutral gegenüberstehen
- **Rohstoffe:** Der Ölmarkt verbleibt im zweiten Halbjahr 2017 im Defizit. Für die erste Hälfte 2018 könnte das Angebot aber wieder die Nachfrage übersteigen
- Am Geldmarkt bleibt das Bild unverändert. Die Zinssätze notieren weiterhin nahe null und machen die Haltung von **Kasse** aus Renditesicht unattraktiv
- **Absolute-Return-Strategien** werden neutral gesehen
- Der Ausblick für **Immobilien** ist weiterhin attraktiv. Deutschland und Europa werden weiterhin favorisiert

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

Nicht favorisiert  Stark favorisiert
Neutral
















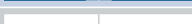

„RoRo“-Meter



Quelle: Union Investment. Stand: 25. Juli 2017. Letzte Änderung von 4 auf 3 am 27. Juni 2017.





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

Attraktivität der Anlageklassen

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

Quelle: Union Investment. Stand: 2. August 2017.

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

Immobilien		
Deutschland		=
Europa (ohne Deutschland)		=
USA		=
Asien/Pazifik		=

Quelle: Union Investment. Stand: 30. Juni 2017. Einschätzung ist für drei Monate gültig.

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

Prognosen

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

BIP	Deutschland	Euroraum	USA	Japan	China
2016	1,8 %	1,7 %	1,6 %	1,0 %	6,7 %
2017	1,8 %	2,0 %	1,9 %	1,1 %	6,8 %
2018	1,8 %	1,8 %	2,1 %	1,0 %	6,4 %

Inflation	Deutschland	Euroraum	USA	Japan	China
2016	0,6 %	0,2 %	1,3 %	-0,1 %	2,0 %
2017	1,4 %	1,8 %	1,9 %	0,6 %	1,7 %
2018	1,7 %	1,7 %	1,7 %	0,6 %	2,4 %

10-Jahres-Renditen	Deutschland	USA	Leitzinsen	Euroraum	USA
Aktueller Stand*	0,5 %	2,3 %	Aktueller Stand*	0,00 %	1,00–1,25 %
In 3 Monaten	0,5 %	2,3 %	In 3 Monaten	0,00 %	1,25–1,50 %
In 12 Monaten	0,8 %	2,6 %	In 12 Monaten	0,00 %	1,75–2,00 %

Aktien	DAX 30	EURO STOXX 50	S&P 500	Nikkei 225
Aktueller Stand*	12.170	3.470	2.480	20.030
In 3 Monaten	12.700	3.550	2.400	20.000
In 12 Monaten	13.300	3.700	2.450	20.500

Rohstoffe	Gold	Öl (Brent)	MS RADAR ex. Ag.
Aktueller Stand*	1.270	53	140
In 3 Monaten	1.275	55	140
In 12 Monaten	1.350	57	143

Währungen	Euro/US-Dollar	Euro/ Britisches Pfund	Euro/ Japanischer Yen	Euro/Schweizer Franken
Aktueller Stand*	1,18	0,90	131	1,15
In 3 Monaten	1,16	0,88	127	1,08
In 12 Monaten	1,10	0,86	120	1,07

Immobilienrenditen**	Deutschland	Europa (ex. Deutschland)	USA	Asien/Pazifik
30. Juni 2017	3,4 %	4,1 %	4,6 %	4,3 %
30. Juni 2018	3,3 %	4,0 %	4,7 %	4,4 %

* Stand: 31. Juli 2017.

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

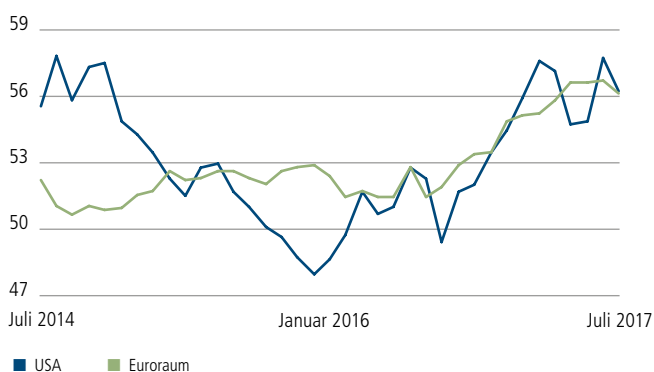
Konjunktur

Unsere Einschätzung in Kürze

- In den USA war zuletzt eine deutliche Stabilisierung zu beobachten. Nach zuvor schwachen Monaten fielen wichtige Daten nun wieder besser aus
- Gute Nachrichten kamen auch aus China. Dort wuchs die Wirtschaft im zweiten Quartal um 6,9 Prozent
- In Europa fielen einige Daten zwar leicht schwächer aus, bewegen sich jedoch auf einem absolut gesehen sehr hohen Niveau
- Die US-Notenbank steht unmittelbar vor dem Bilanzabbau und die EZB vor einer weiteren Reduzierung ihrer Anleihekäufe – perspektivisch wird die Unterstützung durch die Notenbanken abnehmen

Stimmung der Einkaufsmanager seit Jahresbeginn deutlich verbessert

Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe, jeweils in Punkten



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

Aktuelle Entwicklung

Euroraum: Juli ist die klassische Ferienzeit – für viele eine Auszeit vom Alltag. Irgendwie passt das Bild derzeit auch zur Konjunktur im Euroraum. Nach einem starken Anstieg in den Vormonaten pausiert die Erholung derzeit. Wichtige Indikatoren fielen leicht schwächer aus, ohne dabei aber zu enttäuschen. Der vielbeachtete Einkaufsmanagerindex von Markit lag bei 55,7 Zählern. Einen Monat zuvor waren es zwar noch 56,3 Punkte gewesen. Dennoch liegt das Niveau komfortabel über der Wachstumsschwelle. Auch das Verbrauchervertrauen trübte sich leicht ein. Gute Nachrichten kamen aus Deutschland. Entgegen den Schätzungen der Analysten ist der ifo Geschäftsklimaindex erneut auf ein Rekordhoch geklettert. Die Inflationszahlen für Juli fielen überraschend hoch aus. Hierfür wurden gestiegene Nahrungsmittelpreise und Mieten angeführt.

Konjunktur	Aktuell	Vor 1 Monat	Vor 3 Monaten	Vor 6 Monaten
ifo Geschäftsklimaindex	116,0	115,2	113,1	110,0
EU-Einkaufsmanagerindex	55,7	56,3	56,8	54,4
Inflation Euroraum	1,3	1,3	1,9	1,8
ZEW-Erwartungen Euroraum	35,6	37,7	26,3	23,2
US-Einkaufsmanagerindex (ISM)	54,2	53,9	53,2	55,8
US-Einzelhandelsumsätze	-0,2	-0,1	0,1	0,9
US-Arbeitsmarkt (nfp)	222,0	152,0	50,0	155,0
Inflation USA	1,6	1,9	2,4	2,1

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

Synchroner globaler Konjunkturaufschwung setzt sich fort

Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe im Zeitablauf

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

Erläuterung: Eine Notierung der Einkaufsmanagerindizes unter 50 zeigt an, dass die Geschäfte im Vergleich zum Vormonat schrumpfen, Werte über 50 signalisieren Wachstum. Ein Wert von 50 bedeutet keine Veränderung im Vergleich zum Vormonat.

Quelle: Bloomberg. Stand: 1. August 2017.

USA: Die US-Konjunktur hat sich in den vergangenen Wochen stabilisiert und den Abwärtstrend der Vormonate stoppen können. Viele Wirtschaftsdaten präsentierten sich besser als zunächst erwartet. Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe von Markit legte leicht zu. Darüber hinaus festigte sich das Verbrauchervertrauen, sowohl laut den Daten des Conference Board als auch der Universität Michigan. Eine Verbesserung war ebenfalls bei den Auftragseingängen für langlebige Wirtschaftsgüter auszumachen. Auch wenn ein Großteil davon auf den stark schwankenden Transportsektor zurückzuführen ist, konnte hier der Negativtrend gestoppt und sogar umgekehrt werden. Hilfreich dürfte zudem der schwächere US-Dollar gewesen sein.

Konjunktur

Welthandel trotz Rücksetzer weiter auf hohem Niveau

Morgan-Stanley-Frühindikator für den globalen Welthandel, Angaben in Prozent



Quelle: Bloomberg, Stand: 1. August 2017.

Inflationserwartungen ziehen wieder etwas an Euroraum, in Prozent



* Fünfjährige Inflationserwartung in fünf Jahren.
Quelle: Thomson Reuters, Stand: 31. Juli 2017.

Ausblick

Konjunktur: Der Aufschwung der Weltwirtschaft hält unvermindert an. In nahezu allen Regionen haben wichtige Frühindikatoren die Wachstumsschwellen überschritten. Besonders positiv stellt sich die Lage in Asien dar. Hiervon dürften vor allem die Länder der aufstrebenden Volkswirtschaften profitieren. Von Vorteil ist hier sicherlich auch, dass protektionistische Maßnahmen der Trump-Administration ausgeblieben sind und nun auch kaum mehr diskutiert werden. Für Rückenwind sorgte in den vergangenen Wochen zudem der deutliche Anstieg der Rohstoffpreise. Hiervon konnten viele Schwellenländer profitieren.

Die USA befinden sich in einem sehr reifen Stadium des Konjunkturzyklus. Die Hoffnungen auf einen Fiskalstimulus durch den neuen US-Präsidenten hatten der US-Konjunktur gerade zu Jahresbeginn wieder Leben eingehaucht. Viele wichtige Frühindikatoren zeigten daher über Wochen nach oben. Inzwischen bestehen aber berechtigte Zweifel an einer zeitnahen Umsetzung. Donald Trump zeigte sich in den letzten Wochen kaum handlungsfähig. Dies liegt auch daran, dass viele wichtige Posten in seiner Administration weiterhin unbesetzt sind. Nach einigen schwachen Wochen fielen viele Wirtschaftsdaten im Juli wieder besser als erwartet aus und sorgten für eine Stabilisierung.

Im Euroraum fielen einige Frühindikatoren zwar etwas schwächer aus, bewegen sich aber absolut gesehen auf sehr hohen Niveaus. Die Erholung ist somit weiter intakt und hat zudem an Breite gewonnen. Für etwas Gegenwind sorgt der starke Anstieg des

Euro gegenüber dem US-Dollar. Dieser lastet vor allem auf exportstarken Volkswirtschaften. Politische Risiken haben hingegen abgenommen. Vorgezogene Neuwahlen in Italien sind vorerst vom Tisch. Der überraschende Ausgang der Wahlen in Großbritannien dürfte zudem die Position der Europäischen Union gestärkt haben, sodass hier weniger Ungemach droht.

Die aktuellen Indikatoren aus China überraschten positiv. Im zweiten Quartal fiel das Wachstum mit 6,9 Prozent deutlich höher als erwartet aus. Gleichwohl sieht sich das Reich der Mitte nach wie vor großen Herausforderungen gegenüber. Stimulierungsmaßnahmen der Regierung auf der einen Seite stehen Aktivitäten zur Begrenzung des Wachstums auf der anderen Seite gegenüber. Aber: Das „neue China“ – Dienstleistungen, Konsum, erneuerbare Energien – wächst mit hohem Tempo und hilft damit, auch kurzfristig auftretende rezessive Tendenzen in den „alten“ Sektoren wie der Schwerindustrie oder dem Kohlesektor auszugleichen. Protektionistische Maßnahmen seitens der USA sind im großen Stil zudem nicht mehr zu befürchten.

Inflation: Die Teuerungsraten sind immer wieder ein Thema am Kapitalmarkt. Fakt ist: Nennenswerter Inflationsdruck kommt nicht auf. Immerhin, die EZB betonte erst kürzlich, dass die Währungshüter keine deflationären Tendenzen mehr befürchten würden. Im jetzigen Umfeld ist nicht erkennbar, woher inflationäre Effekte kommen sollten. Nennenswerte Lohnsteigerungen sind nicht zu erwarten. Die jüngsten Überraschungen nach oben oder unten hatten ihre Ursache meist in Sondereffekten.

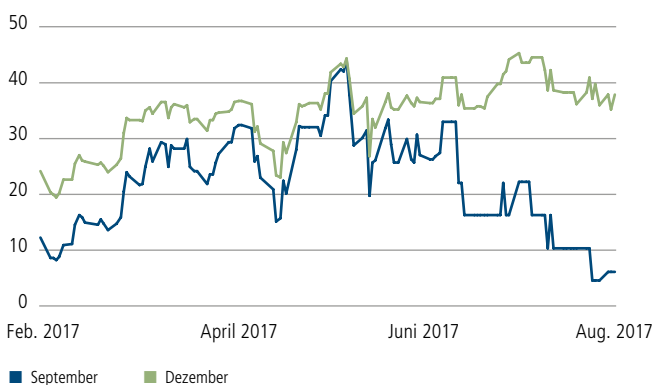
Geldpolitik

Unsere Einschätzung in Kürze

- Grundsätzlich lässt sich konstatieren, dass die Unterstützung durch die Notenbanken perspektivisch abnehmen wird
- In den USA steht die US-Notenbank unmittelbar davor, den Bilanzabbau voranzutreiben. Eine weitere Anhebung der Leitzinsen im September ist unwahrscheinlich und wohl erst im Dezember zu erwarten
- In Europa dürfte die EZB im September die Reduzierung des Anleiheankaufprogramms verkünden
- Zinserhöhungen stehen jedoch noch in weiter Ferne und sind daher nicht zu befürchten

US-Notenbank: Zinsschritt im September nun unwahrscheinlich

Wahrscheinlichkeit einer Fed-Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte, in Prozent



Quelle: Bloomberg, Stand: 2. August 2017.

Aktuelle Entwicklung

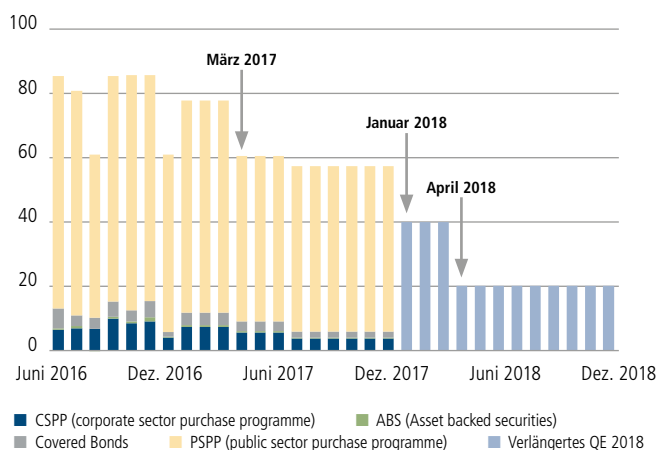
Auf der Sitzung der US-Notenbank im August wurde erwartungsgemäß keine Zinsänderung beschlossen. Es gab jedoch Hinweise darauf, dass die Währungshüter nun wohl schon im September einen Abbau ihrer Bilanz verkünden werden. Die Thematik ist sehr komplex, weil unklar ist, wie sich ein Ausbleiben der bislang noch getätigten Reinvestitionskäufe auf den Kapitalmarkt auswirken wird. Experten rechnen mit einem ähnlichen Effekt wie bei Zinserhöhungen. Über das Ausmaß der Stärke wird noch gerätselt. Ähnlich ergeht es den Notenbankern. Umso erstaunlicher ist es, dass man im Führungsgremium wohl Einigkeit erzielen konnte. Von einer Zinserhöhung im September wird indes nicht mehr ausgegangen. Der nächste Zinsschritt ist erst im Dezember zu erwarten. Inwieweit Bilanzabbau und Zinserhöhungen dann im kommenden Jahr parallel stattfinden, dürfte vor allem von den dann veröffentlichten Daten abhängen.

Geldpolitik	Aktuell	Vor 1 Monat	Vor 3 Monaten	Vor 6 Monaten	Tendenz*
Leitzins Euroraum	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	→
Leitzins USA	1,25 %	1,25 %	1,00 %	0,75 %	↑
Leitzins Japan	-0,06 %	-0,07 %	-0,07 %	-0,06 %	→
Leitzins Großbritannien	0,25 %	0,25 %	0,25 %	0,25 %	→
3-Monats-EURIBOR	-0,33 %	-0,33 %	-0,33 %	-0,33 %	→
Ankaufprogramm der EZB (QE) in Mrd. Euro	2.010,54	1.952,71	1.834,33	1.610,13	↓

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

Reduzierung der Anleihekäufe erwartet

EZB-Ankaufprogramm in Milliarden Euro pro Monat



Quelle: Bloomberg, Stand: 31. Juli 2017.

Ausblick

EZB-Chef Draghi äußerte sich zuletzt eher zurückhaltend. Mit seiner Rhetorik dürfte er versucht haben, die Marktteilnehmer zu beruhigen und einem stärkeren Euro sowie höheren Renditen entgegenzuwirken. Dies gelang ihm jedoch nur zum Teil. Womöglich wird er schon auf dem Notenbanksymposium im amerikanischen Jackson Hole eine weitere Reduzierung des Ankaufprogramms bekannt geben und damit für höhere Renditen sorgen. Mit einer Anhebung der Leitzinsen muss indes nicht so schnell gerechnet werden. Ein solcher Schritt dürfte erst dann anstehen, wenn das Kaufprogramm komplett zurückgefahren wurde.

Die US-Notenbank dürfte weiter versucht sein, die Sätze auch trotz Bilanzabbau anzuheben, um Spielraum für den nächsten Abschwung zu haben. Dazu wird sie die Konjunktur und besonders den US-Arbeitsmarkt sehr genau beobachten. Solange es die US-Wirtschaft verkraftet, muss mit weiteren Zinsschritten gerechnet werden.

Renten

Unsere Einschätzung in Kürze

- Die globalen Rentenmärkte starteten zunächst mit Verlusten, da sich der Renditeanstieg weiter fortsetzte. Später setzte jedoch eine Beruhigung ein
- Papiere mit Risikoaufschlag (Unternehmensanleihen, hochverzinsliche Papiere, Anleihen aus den Peripherieländern und Staatsanleihen der Emerging Markets, EM) schnitten besser ab als Staatsanleihen aus den Kernländern
- Die Neuemissionstätigkeit war angesichts der Sommerpause gering
- Aufgrund guter Konjunkturdaten gehen wir auf Sicht der kommenden zwölf Monate von leicht steigenden Zinsen aus. Der Anstieg dürfte aber moderat ausfallen

Zinsstrukturkurve in Deutschland zuletzt wieder steiler

Renditeunterschied zehnjähriger und zweijähriger Bundesanleihen, in Prozent



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

Aktuelle Entwicklung

USA: US-Staatsanleihen tendierten zunächst leichter, da sich der Renditeanstieg aus dem Vormonat fortsetzte. Im weiteren Monatsverlauf zeigte sich der Rentenmarkt jedoch wieder von seiner freundlichen Seite. US-Präsident Trump enttäuschte erneut. Auch nach mehrmaliger Abstimmung konnte bislang keine neue Lösung für die umstrittene Reform von Obamacare gefunden werden. Trump gelingt es weiterhin nicht, die politischen Flügel der republikanischen Partei zu vereinen.

Gegen Monatsende kamen die Vertreter der US-Notenbank zusammen. Wie erwartet wurde keine Zinsänderung beschlossen. Es gab jedoch Hinweise darauf, dass die Währungshüter nun wohl schon im September einen Abbau ihrer Bilanz verkünden werden. Von einer Zinserhöhung im September wird indes nicht mehr ausgegangen. Auf Indextebene (J.P. Morgan Global Bond US) gingen US-

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

¹ 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.

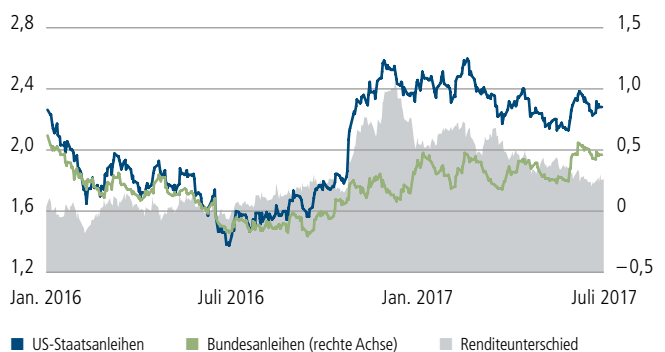
² Wertentwicklung in US-Dollar.

³ Wertentwicklung in lokaler Währung.

Quelle: Datastream. Stand: 31. Juli 2017.

Transatlantikspreed noch hoch, seit Jahresbeginn aber rückläufig

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



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

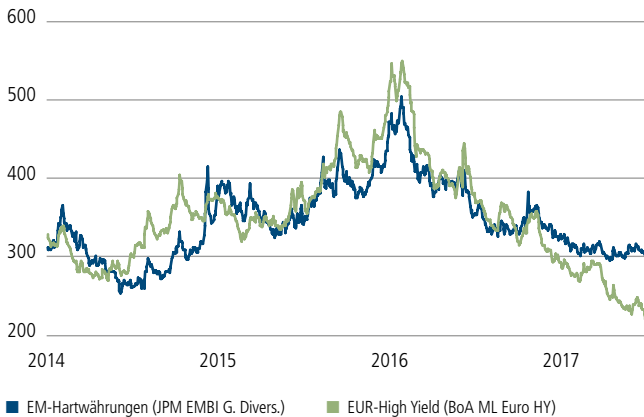
Schatzanweisungen im Juli mit einem leichten Plus von 0,1 Prozent aus dem Handel.

Euroland: Die Monatsbilanz am europäischen Rentenmarkt fällt, gemessen an den Veränderungen zum Vormonat, vergleichsweise unspektakulär aus. Dies täuscht aber über einen sehr lebhaften und ereignisreichen Handel hinweg. Zunächst setzte sich der Renditeanstieg weiter fort. Zehnjährige Bundesanleihen rentierten in der Spitze bei 0,62 Prozent, ohne dass hierfür Konjunktur- oder Inflationsdaten verantwortlich gewesen wären. Ab der Monatsmitte beruhigte sich der Handel wieder. Wichtige Wirtschaftsdaten fielen etwas schwächer aus. Hin und wieder sorgte das Säbelrasseln Nordkoreas für eine höhere Nachfrage nach sicheren Anlagen. Wie schon in den Monaten zuvor entwickelten sich Anleihen aus den Peripherieländern besser als solche aus den Kernstaaten des gemeinsamen Währungsraums. Den Währungshütern war der anfängliche Renditeanstieg nicht entgangen, weshalb sie versucht waren, die

Renten

Risikoprämien weiter im Abwärtstrend

Entwicklung seit 1. Januar 2014, in Basispunkten



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

Bewegung mit sehr zurückhaltenden Kommentaren wieder einzufangen. Mario Draghi änderte die Kommunikation zum Ankaufprogramm entgegen der Erwartung einiger Analysten (noch) nicht. Gemessen am Index iBoxx Euro Sovereign, gewannen europäische Staatsanleihen im Juli 0,2 Prozent.

Unternehmensanleihen: Euro-Unternehmensanleihen konnten im Juli wieder Fahrt aufnehmen. Nachdem im Vormonat noch Aussagen der EZB belastet hatten, spielte die aktuelle Notenbank-Sitzung kaum eine Rolle. Die EZB ließ ihre Kommunikation mit Blick auf die künftige Geldpolitik unangetastet, erst im Herbst sollte es Neuigkeiten über eine Rückführung des Anleiheankaufprogramms geben. Noch wird der Markt aber kräftig von der Zentralbank unterstützt: Im Juli übersprang der EZB-Bestand an Unternehmensanleihen die Marke von 100 Milliarden Euro. Europäische Corporate Bonds mit Investment-Grade-Rating gewannen in diesem Umfeld 0,8 Prozent (BoA Merrill Lynch Euro Corporate, ERO0). Auf der Verliererseite standen nach dem Kartellvorwurf deutsche Automobilwerte.

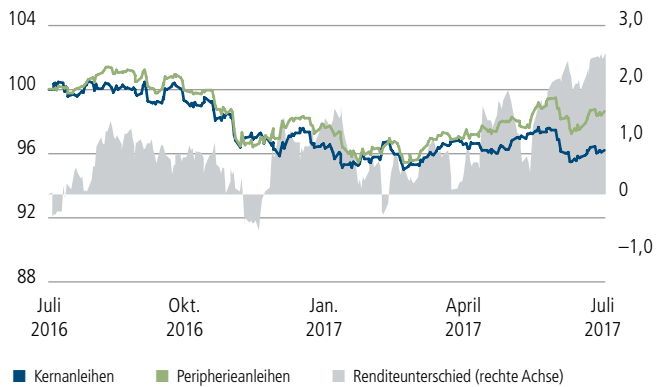
Emerging Markets: Trotz einiger Widrigkeiten zu Monatsbeginn entwickelten sich die Rentenmärkte der Emerging Markets (EM) im Juli positiv und verzeichneten weitere Mittelzuflüsse. Als stützend erwiesen sich steigende Rohstoffpreise, ein schwacher US-Dollar und die erneut festen Wachstumszahlen aus China. Das Bruttoinlandsprodukt hatte im zweiten Quartal 6,9 Prozent zulegen können. Auf Indexebene gewannen Schwellenländer-Rentenanlagen (J.P. Morgan EMBI Global Div.) 0,8 Prozent hinzu.

Ausblick

Die konjunkturelle Entwicklung in den USA verläuft weiterhin positiv. Eine Zinserhöhung der US-Notenbank im September ist dennoch unwahrscheinlicher geworden, könnte aber im Dezember

Peripherieanleihen waren zuletzt wieder gefragt

Relative Entwicklung von Peripherie- zu Kernanleihen, in Prozent



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

nachgeholt werden. In Verbindung mit den Plänen für das kommende Jahr und den dann wegfallenden Reinvestitionskäufen – die ebenfalls den Effekt einer Zinserhöhung haben – kommen einige Zweifel auf, ob die US-Wirtschaft dies verkraften kann. Ausgehend von der guten wirtschaftlichen Lage auf globaler Ebene gehen wir dennoch von weiterhin leicht steigenden Renditen aus. Im Vergleich zu Beginn des Jahres haben wir unsere Prognosewerte jedoch ein wenig nach unten angepasst. Ende 2017 sehen wir zehnjährige US-Schatzanweisungen bei 2,4 Prozent, Mitte 2018 dann bei etwa 2,6 Prozent.

Für Europa als Ganzes hat sich das konjunkturelle Umfeld erheblich verbessert. Nicht nur in Deutschland, auch in anderen Ländern beobachten wir eine deutliche Belebung. Auch wenn die europäische Notenbank von Zinserhöhungen noch weit entfernt ist, nimmt die Unterstützung doch zunehmend ab, wenn die Anleihekäufe weiter reduziert werden. Wir rechnen daher auch im Euroraum mit leicht steigenden Renditen. Politische Risiken haben abgenommen. In Italien ist nun nicht mehr mit vorgezogenen Neuwahlen zu rechnen. Darüber hinaus dürfte der überraschende Wahlausgang in Großbritannien dazu führen, dass die Brexit-Verhandlungen seitens der Briten weniger hart geführt werden. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen sehen wir auf Sicht von zwölf Monaten deshalb auf 0,9 Prozent steigen.

Die Rentenmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften waren in den vergangenen Wochen stark gefragt und verzeichneten umfangreiche Mittelzuflüsse. Als stützend erwiesen sich die verbesserten Fundamentaldaten, gestiegene Rohstoffpreise und die Umsetzung von Reformen. Rückenwind erhält die Region auch vom Welthandel, der sich trotz einiger Rücksetzer auf einem hohen Niveau befindet. Handelsbeschränkungen seitens der USA sind zudem ebenfalls nicht mehr zu erwarten.

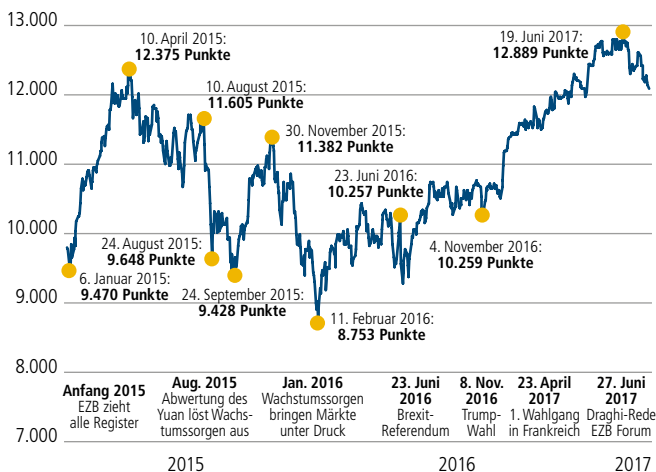
Aktien

Unsere Einschätzung in Kürze

- Während in den USA Rekordstände erreicht wurden, mussten europäische Indizes Verluste hinnehmen
- Zuletzt fielen die Konjunkturdaten in den USA besser aus
- Zudem stellt die starke Euro-Aufwertung einen Hemmschuh für die europäische Exportindustrie dar
- Die jüngsten Quartalszahlen fielen gut aus, konnten aber nicht immer die inzwischen sehr hohen Erwartungen schlagen
- Unter regionalen Gesichtspunkten favorisieren wir derzeit Titel aus den Emerging Markets
- Aus Sektorensicht bevorzugen wir Werte aus dem Gesundheitswesen und der Baubranche

Abprallen des DAX an neuen historischen Höchstständen

Indexentwicklung des DAX seit 1. Januar 2015



Quelle: Thomson Reuters, Union Investment. Stand: 31. Juli 2017.

Aktuelle Entwicklung

Euroraum: Die europäischen Aktienbörsen blicken im Juli auf eine uneinheitliche Wertentwicklung zurück. Während der EURO STOXX 50 im Berichtszeitraum ein leichtes Plus von 0,2 Prozent verzeichnete, schloss der marktweite STOXX Europe 600 0,4 Prozent tiefer. Der MSCI Europe Small and Mid Caps für Unternehmen mit niedriger und mittelgroßer Marktkapitalisierung wies hingegen Kursgewinne von 1,8 Prozent auf. In den von einem ruhigen Handel geprägten Sommerwochen ging die Volatilität spürbar zurück. Der Index EURO STOXX 50 Volatility fiel auf 12,6 Zähler. Nur einmal in den vergangenen zehn Jahren lag die Schwankungsbreite des europäischen Aktienmarkts auf einem niedrigeren Niveau. Aus Branchensicht profitierten Aktien aus dem Rohstoff- und Energiesektor von der kräftigen Erholung der Rohstoffpreise. Im Umfeld steigender Renditen waren überdies Titel aus der Finanz- und Versicherungsbranche gefragt. Weniger gut lief es hingegen für

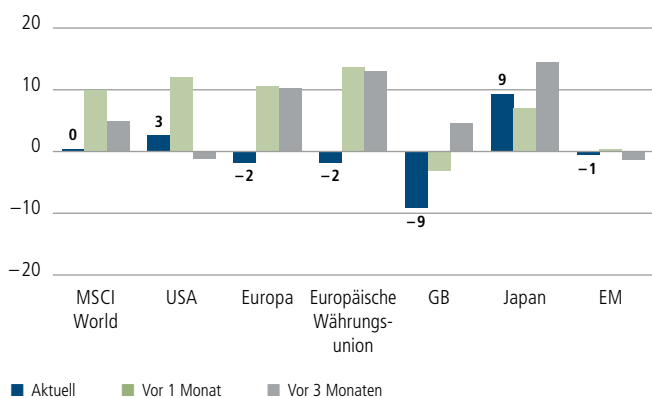
Aktien	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz*
MSCI AC World	2,7%	13,2%	→
MSCI World	2,3%	12,0%	→
MSCI Emerging Markets	5,5%	23,7%	↑
DAX 30	-1,7%	5,5%	→
EURO STOXX 50	0,2%	4,8%	→
S&P 500	1,9%	10,3%	→
Nikkei 225	-0,5%	4,2%	→

Wertentwicklung der MSCI-Indizes wird in US-Dollar dargestellt. Alle anderen Indizes werden in lokaler Währung ausgewiesen.
Quelle: Datastream. Stand: 31. Juli 2017.

Spürbare Eintrübung der Gewinnrevisionen in Europa

aufgrund deutlicher Aufwertung des Euro

Auf- und Abwärtsrevisionen* der MSCI-Indizes, in Prozent



* (Summe der Verbesserungen – Summe der Verschlechterungen in den letzten 75 Tagen) / Summe der Schätzungen; auf Basis des Gewinns je Aktie.
Quelle: Factset, eigene Berechnungen. Stand: 28. Juli 2017.

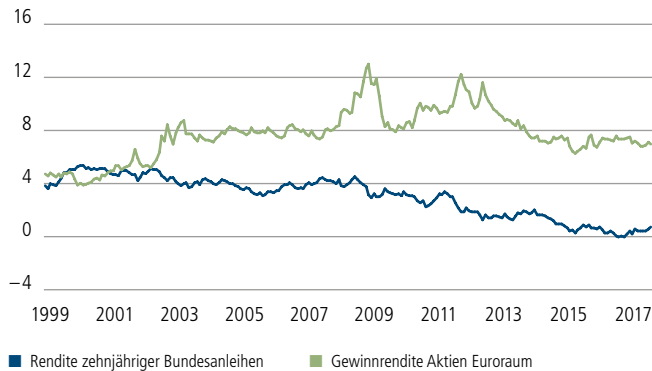
Aktien aus der Pharmabranche. In den USA stimmte der Senat gegen die Abschaffung von Obamacare. Die vom US-Markt ausgehende Unsicherheit lastete auch auf europäischen Pharmawerten.

USA: Die Börsen in den USA haben im Berichtsmonat die Kursgewinne aus den Vormonaten ausgebaut. Der Leitindex Dow Jones Industrial Average stieg um 2,5 Prozent, der marktweite S&P 500 verbesserte sich um 1,9 Prozent, beide Börsenbarometer erreichten neue Höchststände. Die vielfältigen politischen Querelen in Washington spielten an den Märkten nur eine untergeordnete Rolle. Im Berichtsmonat stimmte der Senat gegen die Abschaffung von Obamacare, zudem wurden im Weißen Haus mehrere Schlüsselpositionen neu besetzt. Vielmehr stützten positive Konjunkturdaten und die starke Berichtssaison der Unternehmen die Notierungen. So hatte zu Beginn des Monats der ISM-Index positiv überrascht. Der Indikator für das verarbeitende Gewerbe stieg auf den höchsten Stand seit drei Jahren. Mit Blick auf die Berichtssaison bestä-

Aktien

Aktien gegenüber Staatsanleihen nach wie vor äußerst günstig bewertet

Angaben in Prozent



* Gewinnrendite basiert auf 12 m forward P/E = KGV auf Basis der für die kommenden 12 Monate erwarteten Gewinne.
Quelle: Datastream, Factset. Stand: 31. Juli 2017.

tigte sich das ermutigende Bild. Von den 295 Unternehmen, die bis Ende Juli ihre Berichte vorgelegt hatten, konnten 71 Prozent die Umsatzprognosen der Analysten schlagen. 78 Prozent der Konzerne übertrafen die Gewinnerwartungen.

Japan: Die Aktienmärkte in Japan bewegten sich zuletzt in Summe seitwärts. Im Juli verbuchte der Leitindex Nikkei 225 leichte Kurseinbußen von 0,5 Prozent, trotz guter Wirtschaftsdaten. Die japanischen Exporte legten im Juni erneut kräftig um 9,7 Prozent im Jahresvergleich zu. Das äußerst robuste Konjunkturbild auf globaler Ebene und die Beschleunigung der internationalen Handelsaktivitäten (insbesondere innerhalb Asiens) entfalteten daher weiterhin ihre positive Wirkung. Exportorientierte Titel legten daher kräftig zu, konnten aber die Verluste von Bankenwerten nicht kompensieren.

Emerging Markets: Die Börsen der aufstrebenden Volkswirtschaften verbuchten im Juli, gemessen am MSCI Emerging Markets, ein Plus von 4,4 Prozent in lokalen Währungen. Schwächste Region – sofern man angesichts von Kursverlusten im Euroraum überhaupt von Schwäche sprechen kann – war einmal mehr Osteuropa. Doch selbst dort legten Aktien rund 3 Prozent zu. Höhere Rohstoffpreise, bessere Daten aus China und ein schwacher US-Dollar stützten.

Ausblick

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld und die damit verbundene Suche nach Rendite dürften auch weiterhin die Aktienmärkte be-

Aktienmärkte in Schwellenländern trotz (geo-)politischer Risiken zuletzt wieder deutlich erholt

Indexierte Wertentwicklung des MSCI Emerging Markets seit Anfang 2016, in Prozent



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

flügeln. Der bessere globale Konjunkturausblick und die damit einhergehende höhere Nachfrage in vielen Branchen hellen das Gewinnbild deutlich auf. Nach Jahren mit einem niedrigen Gewinnwachstum erwarten wir für 2017 in allen Regionen eine Gewinnsteigerung. Die Erwartungen sind aber inzwischen hochgesteckt, weshalb es zukünftig schwerer werden dürfte, die Prognosen zu übertreffen. In den nächsten Wochen ist zudem eine mögliche „Sommerpause“ nicht auszuschließen. Wir sind für die Aktienmärkte grundsätzlich weiter positiv gestimmt, derzeit fehlt es aber an Impulsen für weitere Kursgewinne.

Unter regionalen Gesichtspunkten favorisieren wir derzeit Titel aus den Emerging Markets. Das höher als erwartet ausgefallene Wachstum im zweiten Quartal in China ist ein Zeichen der Belebung in der Region. Asien ist immer noch besonders attraktiv, zuletzt entwickelten sich aber auch die Märkte in Osteuropa und Lateinamerika positiv. Wir erwarten weder fallende Rohstoffpreise noch irgendwelche Sanktionen seitens der US-Regierung, sodass das Umfeld weiter für Aktien aus den Schwellenländern spricht. Rückenwind kommt auch vom schwachen US-Dollar, der die Refinanzierung erleichtert.

Jene Sektoren, die sich unmittelbar nach der US-Wahl besonders gut entwickelten, haben ihre Vormachtstellung inzwischen verloren. Die sogenannten „Trump-Trades“ sind inzwischen rückabgewickelt, da sich zusehends Enttäuschung breitmacht und Anleger Zweifel daran hegen, dass es in diesem Jahr noch zu einem Fiskalimpuls kommen wird. Wir favorisieren derzeit vor allem Werte aus dem Gesundheitssektor und der Baubranche.

Rohstoffe

Unsere Einschätzung in Kürze

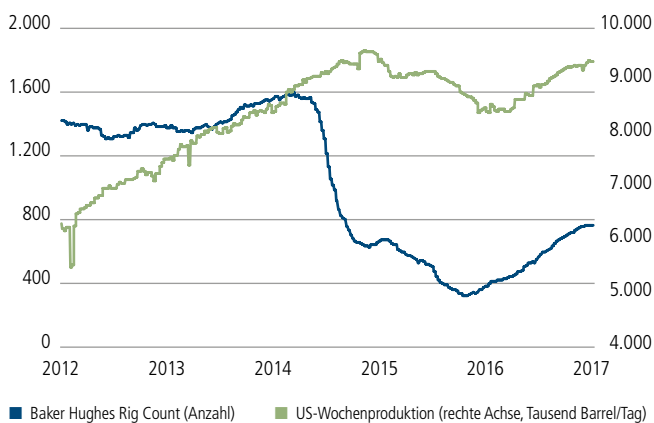
- Rohstoffe vollzogen im Juli eine starke Erholungsbewegung
- Der Ölpreis legte vom Tief im Juni fast 20 Prozent zu, nachdem Saudi-Arabien weitere Produktionskürzungen in Aussicht stellte
- Industriemetalle profitierten von guten Daten aus China
- Auch Gold konnte im Juli zulegen
- Auf dem aktuellen Niveau halten wir den Ölpreis für fair bepreist
- Gemessen am Index MS RADAR ex. Agrar gewannen Rohstoffe im Juli 4,5 Prozent an Wert

Rohstoffe	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz*
MS RADAR ex. Agrar	4,5%	4,2%	➔
MS RADAR Energie	6,4%	-8,9%	➔
MS RADAR Edelmetalle	2,6%	11,4%	➔
MS RADAR Industriemetalle	4,6%	11,4%	➔
Öl (Brent)*	7,5%	-10,4%	➔
Gold*	2,2%	10,6%	➔

*Preisentwicklung in US-Dollar.
Quelle: Datastream, Bloomberg. Stand: 31. Juli 2017.

US-Produktionszuwachs vorerst gestoppt

Anzahl der Öl-Bohrtürme und US-Wochenproduktion



Quelle: Datastream. Stand: 31. Juli 2017.

Öl mit kräftiger Gegenbewegung

Entwicklung der Ölsorte Brent seit 1. Januar 2017, in US-Dollar



Quelle: Datastream. Stand: 31. Juli 2017.

Aktuelle Entwicklung

Nach der leichten Stabilisierung im Vormonat legten Rohstoffe im Juli nun über alle Sektoren hinweg kräftig zu. Zugpferd war einmal mehr der Energiesektor. Öl der Sorte Brent verteuerte sich um mehr als 10 Prozent. Als stützend erwies sich gleich eine ganze Reihe von Faktoren. So kündigte Saudi-Arabien eine Reduzierung seiner Ölexporte für August um 600.000 Barrel an.

Bei Industriemetallen fanden die Konjunkturdaten aus China größere Beachtung. Dort fiel das Wachstum im zweiten Quartal mit 6,9 Prozent höher als angenommen aus und lag damit auch über dem staatlichen Ziel von 6,5 Prozent. Parallel dazu erhöhte der Internationale Währungsfonds seine Wachstumsprognose für das Reich der Mitte. Nickel verteuerte sich im Juli um 9, Kupfer um 7 Prozent. Gold notierte zum Monatsende auf einem 7-Wochen-Hoch. Hier stützten der schwächere US-Dollar und eine geringere Wahrscheinlichkeit für eine US-Zinserhöhung im September.

Ausblick

Energie: Der Ölmarkt weist zurzeit deutliche Anzeichen für das von uns erwartete Marktdefizit im zweiten Halbjahr 2017 auf: sinkende US-Lagerbestände, hohe Raffineriemargen aufgrund einer starken, globalen Produktnachfrage und bessere Terminkurven. Dies sorgte zuletzt für einen Umschwung im Marktsektiment und seit dem Tief im Juni für einen Preisanstieg im Ölkomplex um knapp 20 Prozent. Chancen und Risiken halten wir auf dem aktuellen Preisniveau nun für ausgeglichen.

Industriemetalle: Positive Nachrichten aus China beflügelten zuletzt wieder den Markt. Die Preise einzelner Metalle (Zink, Blei) erscheinen uns aber zu hoch. Vorerst stellen wir uns daher bei Industriemetallen an die Seitenlinie.

Edelmetalle: Die Straffung der US-Geldpolitik dürfte perspektivisch auf Gold lasten. Industrienahe Edelmetalle wie Palladium erscheinen überkauft, zumal die US-Autoabsätze sehr schleppend verlaufen. Wir schätzen Edelmetalle daher neutral ein.

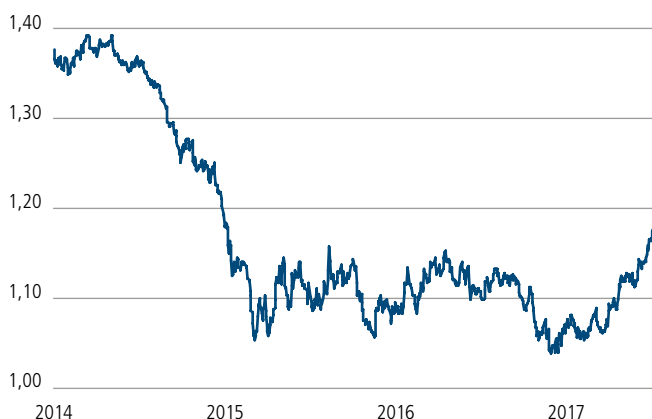
Währungen

Unsere Einschätzung in Kürze

- Die Aufwertung des Euro hat sich im Juli fortgesetzt und weiter an Dynamik gewonnen: eine Entwicklung, die der EZB nicht gefallen dürfte
- Handelsgewichtet wertet der US-Dollar auch gegenüber weiteren Währungen ab
- Derzeit sind die Rahmenbedingungen für viele Schwellenländer günstig, was auch ihre Währungen aufwerten lässt
- Große Gewinner waren auch die Rohstoffwährungen, nachdem der Ölpreis deutlich fester notierte
- Sanktionen gegen Russland sorgten für eine Rubel-Abwertung

Aufwertung des Euro gewinnt deutlich an Dynamik

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



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

Aktuelle Entwicklung

Der Euro setzte im Juli seinen Aufwärtstrend fort. Nachdem die europäische Gemeinschaftswährung bereits im Vormonat als Reaktion auf Äußerungen von Mario Draghi stärker aufgewertet hatte, sorgten auch im Berichtsmonat Kommentare seitens der Notenbank für eine Fortsetzung der Bewegung: Die EZB behielt ihre geldpolitische Kommunikation auf der regulären Sitzung zwar unverändert bei. Allerdings deutete Draghi an, dass im Herbst Neuigkeiten über die Zukunft des laufenden Anleihekaufprogramms zu erwarten wären. Der Markt interpretierte das als Hinweis auf eine weniger lockere Geldpolitik, der Euro gewann im Zuge dessen gegenüber dem US-Dollar 3,5 Prozent an Wert.

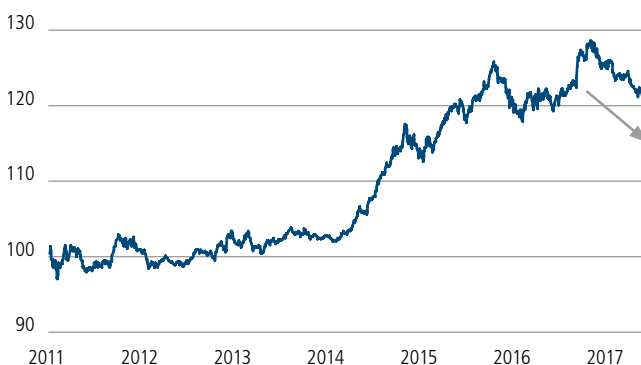
Mit anziehenden Rohstoff-Notierungen legte etwa der Brasilianische Real 2,1 Prozent zu. Auch osteuropäische Währungen konnten sich gut behaupten. Dagegen verlor etwa der Russische Rubel im Zuge neuer US-Sanktionsandrohungen deutlich.

Währungen gegenüber Euro	Veränderung zum Vormonat	Veränderung seit Jahresbeginn	Tendenz*
US-Dollar	-3,5%	-11,2%	➔
Britisches Pfund	-2,1%	-4,7%	➔
Japanischer Yen	-1,7%	-5,8%	➔
Schweizer Franken	-4,4%	-6,4%	➔

Quelle: Datastream. Stand: 31. Juli 2017.

US-Dollar wertet auch gegenüber anderen Währungen ab

Handelsgewichteter Wechselkurs gegenüber wichtigen Währungen*



* Indexiert; 1997=100, berechnet von der US-Notenbank Fed.

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

Ausblick

In den letzten Wochen hat der Anstieg der europäischen Gemeinschaftswährung zum US-Dollar erheblich an Dynamik gewonnen. Mittlerweile kostet ein Euro 1,19 US-Dollar. Dies wirkt dämpfend auf die europäische Exportindustrie, weshalb der Anstieg inzwischen auch der EZB ein Dorn im Auge sein dürfte. Es fällt schwer, zu glauben, dass Mario Draghi auf dem Notenbanksymposium in Jackson Hole – wie von vielen Analysten erwartet – weitere Hinweise auf die Reduzierung der Anleihekäufe geben wird. Eine solche Ankündigung dürfte die aktuelle Bewegung nur noch verstärken. Der US-Notenbank spielt die Währungsentwicklung hingegen in die Hände. Sie könnte weitere Zinserhöhungen nun leichter umsetzen. Als Ergebnis daraus sollte sich die Zinsdifferenz zwischen beiden Währungsräumen vergrößern und letztlich eine Korrektur der aktuellen Marktlage auslösen. Bis dahin könnte der Euro aber weiter aufwerten.

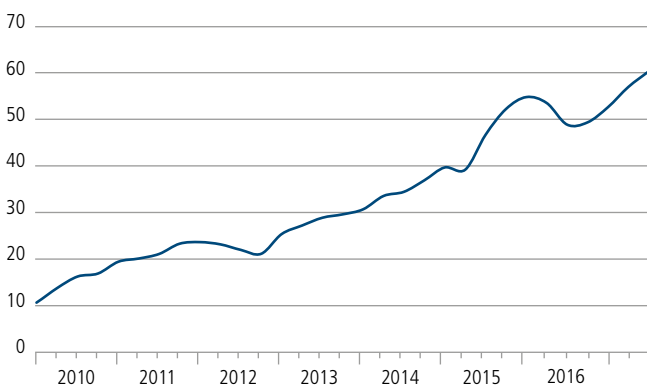
Immobilien

Unsere Einschätzung in Kürze

- Das Mietpreiswachstum wird sich in Deutschland aufgrund der stark sinkenden Leerstandsdaten fortsetzen
- In Europa zeigt die Mehrzahl der Büromärkte Mietpreiswachstum, das sich in den kommenden Quartalen fortsetzt. In London fallen die Spitzenmieten im Bürobereich durch die Brexit-Entscheidung
- Auf den US-amerikanischen Büromärkten steigen die Mieten auch perspektivisch
- Aufgrund der Mietpreisrückgänge in Seoul, Singapur und Kuala Lumpur werden die Durchschnittswerte in Asien/Pazifik belastet. Der Ausblick für Tokio und Sydney ist aber weiterhin positiv

Entwicklung des Transaktionsvolumens in Deutschland

Rollierender 12-Monats-Durchschnitt, in Milliarden Euro



Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 30. Juni 2017.

Aktuelle Entwicklung

Auch im zweiten Quartal 2017 hat sich der deutsche Immobilienmarkt wieder hervorragend entwickelt. Mit 13,2 Milliarden Euro wurde im Vergleich zum zweiten Quartal 2016 rund 35 Prozent mehr in Immobilien investiert. Entsprechend erreichte der rollierende 12-Monats-Durchschnitt mit 60,7 Milliarden Euro eine neue Bestmarke. Nach wie vor übertrifft die Nachfrage das Angebot deutlich und es ist fast die Regel, dass eine zweistellige Anzahl von Investoren auf eine Immobilie bietet. Auch Portfoliotransaktionen stehen wieder stärker im Mittelpunkt. So waren im ersten Halbjahr 2017 die fünf größten Transaktionen alle Portfoliotransaktionen. Die größte hierunter war der Verkauf eines Logistikportfolios im Wert von 1,9 Milliarden Euro von Blackstone an den chinesischen Staatsfonds CIC.

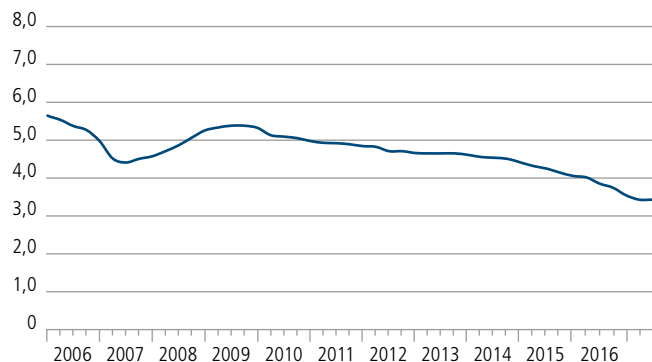
Vor dem Hintergrund des besseren Konjunkturausblicks ist die Risikoneigung der Investoren zuletzt messbar gestiegen. Während im vierten Quartal der Anteil von Core-Immobilien, also Immobilien von hoher Qualität in zentraler Lage, die langfristig an boni-

Büromieten*	Veränderung zum Vorquartal		Veränderung zum Vorjahr		Tendenz*
Deutschland	0,7%	■	3,9%	■	↑
Europa (ohne Deutschland)	2,1%	■	4,6%	■	↑
USA	0,2%	■	1,7%	■	↑
Asien/Pazifik	1,5%	■	5,3%	■	↑

*Auf Basis regionaler Indizes werden nachfolgende Städte zusammengeführt. **Deutschland:** Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, München. **Europa:** Amsterdam, Brüssel, Helsinki, Lissabon, London, Luxemburg, Madrid, Mailand, Paris, Prag, Stockholm, Warschau. **USA:** Atlanta, Boston, Chicago, Dallas, Houston, Los Angeles, New York, Miami, San Francisco, Seattle, Washington. **Asien/Pazifik:** Tokio, Kuala Lumpur, Singapur, Seoul, Sydney.
Quelle: Jones Lang LaSalle, CoStar, eigene Berechnungen. Stand: 30. Juni 2017. Daten werden quartalsweise aktualisiert.

Entwicklung der Büroanfangsrenditen in Deutschland

Durchschnitt, in Prozent*



*Durchschnitt der fünf größten deutschen Büromärkte.
Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 30. Juni 2017.

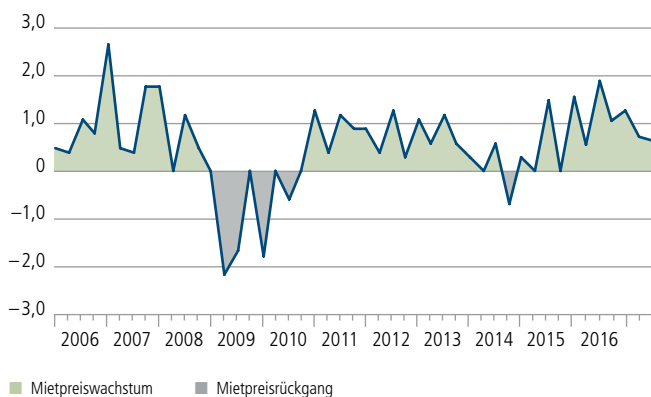
tätsstarke Mieter vermietet sind, noch bei rund 45 Prozent des Transaktionsvolumens lag, ist dieser Anteil im zweiten Quartal auf rund 35 Prozent zurückgegangen. Entsprechend ist der Anteil von Core-Plus-Immobilien gestiegen, also von Objekten, die noch Optimierungspotenzial haben. Bei den höheren Risikokategorien Value Add und Opportunistisch hat sich der prozentuale Anteil am Transaktionsvolumen so gut wie nicht verändert. Geografisch ist eine Veränderung des Investitionsverhaltens zu beobachten. Auf der Suche nach höher rentierlichen Investments geraten zunehmend deutsche B-Standorte in den Blick der Investoren, sodass das Transaktionsvolumen außerhalb der Ballungsräume stärker wuchs als in den traditionellen Immobilienhochburgen. Auch der Anteil ausländischer Investoren an den Käufern war im ersten Quartal hoch und betrug rund 47 Prozent.

Im zweiten Quartal haben sich die Anfangsrenditen stabil gezeigt, nachdem sie im ersten Quartal im Durchschnitt der fünf größten deutschen Immobilienhochburgen um 30 Basispunkte gefallen waren. Berlin liegt mit einer Nettoanfangsrendite von 3,0 Prozent weiterhin vor München. Im Durchschnitt der fünf deutschen Büro-

Immobilien

Quartalsweise Veränderung der Bürospitzenmiete in Deutschland

Durchschnitt, in Prozent*



*Durchschnitt der fünf größten deutschen Büromärkte.
Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 30. Juni 2017.

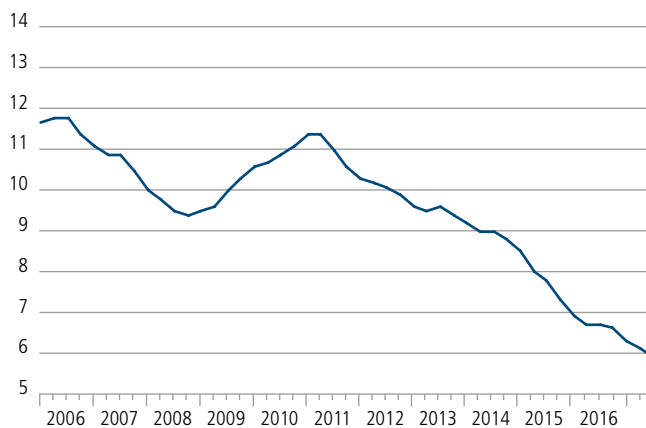
hochburgen lag die Anfangsrendite am Ende des zweiten Quartals bei 3,4 Prozent. Die durchschnittliche Anfangsrendite hat damit gegenüber dem entsprechenden Vorjahreswert um 45 Basispunkte nachgegeben. Die Werte für die Anfangsrendite von guten Bürogebäuden in sehr guten Lagen liegen derzeit zwischen den genannten 3,0 Prozent in Berlin und 3,9 Prozent in Düsseldorf, wo das Mietpreiswachstum derzeit noch sehr zaghafte ausfällt.

Nach wie vor ist die Nachfrage nach Büroflächen hoch, da aufgrund der guten wirtschaftlichen Perspektiven viele Unternehmen Expansionspläne hegen. Darüber hinaus gibt es eine starke Nachfrage insbesondere nach hochwertigen Büroflächen, da viele Unternehmen attraktive Räumlichkeiten zur Mitarbeitermotivation und -gewinnung sowie zur Steigerung der Produktivität anmieten. Im ersten Halbjahr 2017 wurden in den fünf deutschen Immobilienhochburgen insgesamt rund 1,5 Millionen Quadratmeter Bürofläche vermietet, was eine Steigerung von 4,7 Prozent gegenüber dem Vorjahreshalbjahr ist. Regional waren unterschiedliche Entwicklungen zu beobachten: Während in Berlin die Vermietungsleistung auf hohem Niveau nachgab, waren an allen anderen Standorten Zuwachsraten zwischen 7,5 und 19,0 Prozent zu verzeichnen.

Da die Nachfrage nach Büroflächen hoch ist und die Fertigstellungen fast überall moderat ausfallen, ist die durchschnittliche Leerstandsquote über die Standorte auch im zweiten Quartal nochmals um 20 Basispunkte gesunken. Auf Jahressicht war ein Rückgang der Leerstandsrate um 80 Basispunkten zu verzeichnen. Die durchschnittliche Leerstandsquote in den fünf Standorten lag am Ende des zweiten Quartals bei durchschnittlich 5,9 Prozent. In München und Berlin lag die Leerstandsquote nur noch bei 4,0 beziehungsweise 4,1 Prozent. Der Markt ist durch eine steigende Zahl von

Entwicklung der Leerstandsquote in Deutschland

Durchschnitt, in Prozent*



*Durchschnitt der fünf größten deutschen Büromärkte.
Quelle: Jones Lang LaSalle. Stand: 30. Juni 2017.

Großvermietungen geprägt und die Unternehmen beginnen vielerorts sich bereits frühzeitig Flächen in Projektentwicklungen zu sichern. So gibt es bereits vereinzelt Vorvermietungen, deren Mietbeginn erst auf das Jahr 2020 datiert ist.

Die gute Nachfrage, das sinkende Flächenangebot und das Fehlen großer zusammenhängender Mietflächen sorgen dafür, dass die Mietpreise weiter steigen. Auf Jahressicht sind die Büromieten im Durchschnitt der Standorte um rund 3,9 Prozent gestiegen. Während in Berlin, Frankfurt/Main, Hamburg und München die Mietpreise zwischen 1,4 und 9,8 Prozent stiegen, zeigten sich die Bürospitzenmieten in Düsseldorf stabil.

Ausblick

Da das Zinsniveau auch perspektiv niedrig ist, bleibt die Nachfrage nach rentierlichen Immobilieninvestments auch in den kommenden Quartalen hoch. Deutschland ist dabei insbesondere für international agierende Investoren aufgrund der guten wirtschaftlichen Rahmendaten sehr attraktiv. Vor diesem Hintergrund dürfte das Transaktionsvolumen im Jahresverlauf 2017 ein neues Rekordniveau erreichen. Die Nachfrage wird voraussichtlich außerhalb der Metropolregionen weiterhin überproportional steigen. Da die Anfangsrenditen sich auf historisch niedrigen Niveaus bewegen, dürfte der weitere Renditerückgang im zweiten Halbjahr relativ moderat verlaufen. Aufgrund der besseren Rahmenbedingungen und der zunehmenden Bereitschaft der Mieter, Flächen in Projektentwicklungen anzumieten, die erst in zwei Jahren auf den Markt kommen, wird das Volumen der Flächenfertigstellungen perspektivisch steigen. Derzeit ist der Markt jedoch vielerorts durch Flächenmangel gekennzeichnet, sodass im weiteren Jahresverlauf die Mieten teilweise spürbar steigen werden.

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument ist ausschließlich für professionelle Kunden gemäß § 31a Abs. 2 WpHG vorgesehen. Alle Informationen in diesem Dokument stammen aus eigenen oder öffentlich zugänglichen Quellen, die für zuverlässig gehalten werden. Für deren Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit steht der Verfasser nicht ein. Eigene Darstellungen und Erläuterungen beruhen auf der jeweiligen Einschätzung des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung, auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Die Inhalte dieses Dokuments stellen keine Handlungsempfehlung dar, sie ersetzen weder die individuelle Anlageberatung durch die Bank noch die individuelle, qualifizierte Steuerberatung. Dieses Dokument wurde von der Union Investment Institutional GmbH mit Sorgfalt erstellt, dennoch übernimmt Union Investment keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit. Union Investment übernimmt keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder der Verwendung dieses Dokuments oder seiner Inhalte entstehen.

Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen: **7. August 2017**, soweit nicht anders angegeben.

Ihre Kontaktmöglichkeiten

Union Investment Institutional GmbH
Weißfrauenstraße 7
60311 Frankfurt am Main
Telefon 069 2567-7652
www.institutional.union-investment.de