



Q IO VIEW

September 2019

12-MONATSAUSBLICK
AUF KONJUNKTUR UND MÄRKTE



Inhalt

Letter to Investors

Kein Zyklus wie jeder andere	4
------------------------------------	---

Makro

Das Risiko wächst	7
-------------------------	---

Renten

Länger niedrig. Aber wohl nicht noch niedriger	10
--	----

Aktien

Aktien – was ist aus unserer Liebe geworden?	14
Bewertungen im Überblick	17

Alternative Anlagen

Private Infrastruktur und der Konjunkturzyklus	19
--	----

Multi Asset

Für alles bereit sein	22
Indikatoren: Weiterhin ziemlich bewölkt	26

ESG

Klimarisiko und Asset-Allokation	28
--	----

Prognosen

Prognosen zu Wirtschaft und Märkten	31
---	----

Glossar

Zusammenfassung zentraler Begriffe aus dem CIO View	33
---	----

5. September 2019

Kein Zyklus wie jeder andere

Die Lage ist gut, der Ausblick weniger. Das typische Muster dieses untypischen Zyklus. Kein Grund zur Panik, aber zur Vorsicht.

“Viele Frühindikatoren zeichnen ein düsteres Bild, doch Konsumenten und Dienstleister zeigen sich weiter robust. Sorgen machen die Signale aus dem Rentenmarkt, zunehmend aber auch das politische Umfeld. Wir bleiben vorsichtig positioniert.”

Stefan Kreuzkamp
Chief Investment Officer



Läuft doch. Die Arbeitsmärkte in den USA und in Teilen Europas sind quasi leergefegt, die Firmen verdienen gutes Geld und glänzen mit soliden Bilanzen. Kreditausfälle bleiben die Ausnahme, Öl bleibt bezahlbar, es drohen keine Zinserhöhungen und US-Präsident Donald Trump ist trotz aller Zurückweisungen¹ immer wieder dialogbereit. Was kann man sich als Anleger mehr wünschen?

Nun, aus Investorensicht gibt es sicherlich einige irritierende Signale, auf die man gerne verzichten würde: Die US-Zinskurve ist invertiert, was in der Vergangenheit meist in einer Rezession mündete; die US Federal Reserve (Fed) sieht sich zu „Vorsichtszinssenkungen“ genötigt, die Europäische Zentralbank (EZB) wird wohl noch im September ein ganzes Maßnahmenpaket verabschiedet und die Rufe nach Fiskalpaketen werden lauter, da es im verarbeitenden Gewerbe so scheppert. Eine Gemengelage, die ähnlich verwirrend ist wie die Kombination zweier Aussagen des US-Präsidenten: Einerseits rühmt er sich, die US-Wirtschaft zur stärksten der Welt gemacht zu haben. Andererseits kritisiert er Fed-Präsident Jerome Powell als Ahnungslosen, der die Zinsen um 100 Basispunkte senken sollte.² Auch andere tun sich schwer mit der Gleichzeitigkeit

einer guten aktuellen Lage und besorgniserregender Frühindikatoren.

Was die nüchterne Analyse erschwert, ist die Erinnerung an die Wachstumsabschwünge der vergangenen Jahre. Jeder, der sich zu früh aus dem Aktienmarkt verabschiedet hatte, musste wie bei jedem Rückschlag seit 2009 feststellen, dass sich die Rally nach einer kurzen Pause wieder fortsetzte. Das macht heute jeden vorsichtig, eine Rezession oder eine Marktkorrektur vorzeitig auszurufen. Auch wenn jedem bewusst ist, dass die Weltwirtschaft mit jedem Tag, der vergeht, der nächsten Rezession einen Tag näher kommt. Denn so weit geht man auch im „diesmal-ist-alles-anders-Lager“ nicht, ein Ausbleiben weiterer Rezessionen³ zu propagieren.

Das Dilemma einer divergierenden Lage- und Stimmungseinschätzung, sowie die Probleme mit der Anwendung historischer Muster zeigen sich exemplarisch in der Zinskurve. Der Renditeabstand von 2- zu 10-jährigen US-Staatsanleihen ist im August erstmals seit 2007 wieder ins negative Terrain gerutscht. Wir bezweifeln, dass dies eine hinreichende Bedingung für eine baldige Rezession ist. Erst recht hüten wir uns

¹ Im August weigerte sich die dänische Ministerpräsidentin Mette Frederiksen, auf Trumps Kaufgesuch für Grönland einzugehen. Auch Fed-Präsident Jerome Powell weigert sich beständig, Trumps Zinssenkungswünschen vollumfänglich nachzukommen.

² Siehe Tweets vom 14., 23. und 24. August zur Wirtschaft. Tweets vom 3., 7., 8., 14., 15., 19., 21., 23., 27. und 28. August zur Fed.

³ Mit Rezession meinen wir keine technische Rezession im Sinne von zwei aufeinanderfolgenden Quartalen, sondern eine dauerhafte Unterauslastung der Kapazitäten.

davor, historische Mittelwerte aus neun beobachteten Zinsinversionen in den USA seit 1956 zu nehmen, um Aussagen zum Eintrittszeitpunkt einer Rezession oder einer Marktkorrektur zu machen. Dafür waren die Umstände (wirtschaftlicher, politischer, monetärer, technischer oder demographischer Natur) jeder Inversion zu unterschiedlich. Auch die jetzige Inversion geizt nicht mit Besonderheiten:

Erstens fällt sie in eine Zeit, in der viele Zentralbanken geldpolitisch immer noch unorthodox agieren. Negative Leitzinsen und Anleihekäufe bleiben opportune Werkzeuge. Eine Folge davon ist, dass nunmehr weltweit Anleihen im Wert von mehr als 16 Billionen Dollar negativ rentieren - mithin die Hälfte aller ausstehenden Anleihen mit Investment-Grade-Status außerhalb der USA. Dass dies letztlich auch die US-Zinsen nach unten drückt, ist ein weiterer Grund für die reduzierte Aussagekraft der Zinskurve.

Zweitens findet diese Inversion vor dem Hintergrund eines umfassenden Streits zwischen den zwei größten Volkswirtschaften der Welt statt. Dessen Ende ist nicht abzusehen, was drittens wiederum dazu beitragen dürfte, dass China anders auf die jetzige Konjunkturabkühlung reagiert als auf die vorigen. Nämlich mit einem deutlich höheren Fokus auf die Stimulierung der heimischen Wirtschaft, insbesondere Konsum und Dienstleistungen. Dies heißt zunehmend auch ausländische Rohstoffe und Produkte durch heimische zu ersetzen. Rohstoffexporteure wie Australien, Maschinen- und Autoexporteure aus Europa, aber auch Handyhersteller aus den USA bekommen dies bereits zu spüren.

Darüber hinaus sorgt uns die Unbekümmertheit, mit der in vielen Ländern, allen voran den USA, die Staatsverschuldung in die Höhe getrieben wird. Auch die Zunahme populistischer Regierungen, die eine protektionistische Wirtschaftspolitik zu Lasten multinationaler Handelsabkommen verfolgen, beobachten wir mit Skepsis. Nicht zuletzt irritiert uns die Art und Weise, mit der diese Regenten bereits in wirtschaftlich guten Zeiten agieren. Wie sie dann erst in Krisenzeiten handeln werden, könnte noch zu manch böser Überraschung führen.

Kurzum, es gibt gute Gründe dafür, einzelne Zinskurveninversionen nicht miteinander gleich zu setzen. Aber es gibt eben

auch gute Gründe, keine Entwarnung für die mittlere Zukunft zu geben. Von einer richtigen Krise zum jetzigen Zeitpunkt kann man trotz dieser negativen Entwicklungen jedoch nicht sprechen. Dafür gibt es zu viele positive Daten, was wiederum ein Merkmal dieses nun bereits rekordlangen Aufschwungs ist: Er sparte bisher realwirtschaftliche Übertreibungen aus und zog sich auch dadurch immer mehr in die Länge. Ein Grund dafür dürfte der stetig wachsende Dienstleistungssektor sein, der keine Lager- und Investitionszyklen im Ausmaß der Industrie kennt. Die Arbeitsmärkte entwickeln sich trotz nachlassender Dynamik weiterhin erfreulich, weshalb auch die Konsumenten ausgabefreudig bleiben. Nicht zuletzt droht dank der wirtschaftlichen Abkühlung keine Überhitzung mehr. Das erlaubt den Zentralbanken, marktfreundlich zu bleiben.

Also rein ins Risiko bei der Anlagestrategie, zumal wir keine Abschwächung des globalen Wirtschaftswachstums im kommenden Jahr prognostizieren? Nein, wir unterschätzen die besorgniserregenden Signale der Anleihemärkte – negative Nominalzinsen in Europa, negative Realzinsen in den USA, inverse Zinskurve – nicht. Wir sind aufgrund der wirtschaftlichen und politischen Gemengelage, in Verbindung mit den Bewertungen vieler Märkte, schon länger etwas neutraler aufgestellt. Was heißt das bezogen auf die Anlageklassen?

Wir sehen bei Aktien niedriges einstelliges Renditepotenzial, welches in erster Linie von Dividendenzahlungen stammt. Wir haben regional keine starken Präferenzen. Mittelfristig schließen wir nicht aus, dass US-Werte ihre bereits elf Jahre andauernde Outperformance gegenüber dem Rest der Welt fortsetzen. Allerdings kann es auch hier aufgrund der Bewertungsprämie und der unserer Meinung nach zu hohen Gewinnschätzungen noch zu Rückschlägen kommen. Insgesamt halten wir die Überlegung, allein aus Mangel an Alternativen auf Aktien zu setzen, nicht für überzeugend. Nachdem vonseiten der Zentralbanken positive Überraschungen kaum noch möglich sind, dürfte unserer Meinung nach erst eine Verbesserung der makroökonomischen Daten auf breiter Front das Kurspotenzial von Aktien wieder erhöhen.

Bei Anleihen haben wir unsere Zielrenditen gegenüber dem Vorquartal nach unten angepasst und schließen weitere Phasen rückläufiger Renditen nicht aus. Auf Zwölfmonatssicht

gehen wir jedoch von einem leichten Zinsanstieg aus. Aktuell bleibt Anleiheanlegern nichts Anderes übrig, als zu gucken, wo es noch positive Renditen mit überschaubarem Risiko gibt. Unseres Erachtens sind das Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Bereich und langlaufende US-Staatsanleihen. Auch ausgewählte Schwellenländeranleihen halten wir für interessant.

Wir sehen, bei allen politischen Risiken, derzeit keine größeren Ungleichgewichte bei Währungen und behalten unsere 12-Monatsprognose von 1,15 Dollar je Euro bei. Yen sehen wir

im Falle einer steigenden Risikoaversion der Anleger weiter als Fluchtwährung zulegen und auch das britische Pfund könnte aufwerten, sollte es zu keinem ungeordneten Brexit kommen. Dies bleibt unser Kernszenario, auch wenn sich im September noch viel tun kann. Beim Ölpreis erwarten wir eine volatile Seitwärtsbewegung, während Gold seine jüngste Rally in schwächerer Form noch etwas ausbauen dürfte.

Unseren 12-Monats-Ausblick in Zahlen finden Sie in unseren „Prognosen“ (Seite 31)

Das Risiko wächst

Wir rechnen mit einer weiteren Abschwächung. Hauptursache bleiben die Handelskonflikte und die damit verbundenen Risiken.

- _ Die Anzeichen für bleibende wirtschaftliche Schäden durch die andauernden Handelskonflikte nehmen weiter zu.
- _ Bisher deutet mehr auf ein vorübergehendes Abkühlen der weltweiten Konjunktur hin als auf eine baldige Rezession in der Eurozone oder den USA.



Johannes Müller
Head of Macro Research

Vor drei Monaten warnten wir, dass die Aussichten für die Weltwirtschaft immer düsterer werden und Handelskonflikte weitere Herabstufungen auslösen könnten. Dieses Szenario ist nun eingetreten. Für mehrere exportorientierte Volkswirtschaften, insbesondere Deutschland und Japan, mussten wir unsere Wachstumsprognosen für 2019 und 2020 senken. Für 2020 bleibt sie für die USA bei 2 Prozent, jedoch erwarten wir für 2019 lediglich 2,3 Prozent Wachstum – 0,2 Prozent weniger als vor drei Monaten. Diese Korrektur steht nicht in direktem Zusammenhang mit aktuellen Entwicklungen, sondern ist auf eine Revision historischer Daten aus dem Vorjahr zurückzuführen. Die schwächere wirtschaftliche Dynamik in den USA war bereits in den ursprünglichen Prognosen für das Bruttoinlandsprodukt (BIP) enthalten. Denn das Abschwächen der Impulse durch die von Präsident Trump veranlassten Steuersenkungen war ja schon längere Zeit absehbar.

Betrachtet man nur die USA, sind die gesamtwirtschaftlichen Signale eher gemischt als negativ. So verharrt etwa die Quote zwischen Früh- und Gleichlaufindikatoren in der Nähe des jüngsten Höchststandes. Frühindikatoren helfen, zukünftige Trends vorherzusagen. Ein typisches Beispiel wäre etwa die Zahl der Auftragseingänge in der Fertigung. Gleichlaufindikatoren, wie zum Beispiel das Pro-Kopf-Einkommen, werden in Echtzeit gemessen und spiegeln den gegenwärtigen Zustand

wider. Wenn also das Pro-Kopf-Einkommen schrumpfen würde und sich gleichzeitig die Auftragslage verschlechterte, führte das (unter sonst gleichen Voraussetzungen) zu einem Rückgang der Quote. In den vergangenen Wirtschaftszyklen ging diese Quote in der Regel deutlich zurück, lange bevor eine Rezession einsetzte. Das aktuelle Muster erinnert eher an frühere vorübergehende Abschwächungen der Konjunktur. Weitere Indizien hierfür sind die zunehmende Zahl an Leiharbeitsverträgen und die Entwicklung des finanziellen Umfelds, welches sich weitgehend im Einklang mit dem prognostizierten Wirtschaftswachstum von knapp über 2 Prozent befindet.

Natürlich gibt es immer Grund zur Sorge, nicht zuletzt bezüglich der Zinskurve, welche jüngst in den USA und anderswo invertierte. So ist die Rendite auf zehnjährige US-Staatsanleihen unter die für ihr zweijähriges Pendant gefallen. Gesamtwirtschaftlich gesehen lassen sich invertierte Zinskurven mit einer „Rezessionsversicherung“ vergleichen. Je invertierter die Zinskurve ist, desto höher ist die implizierte Rezessionsrisikoprämie. Das bedeutet allerdings nur, dass viele Investoren gegenwärtig recht pessimistisch sind – nicht, dass sie mit ihren Erwartungen Recht haben. Erwähnenswert ist auch, dass solche inversen Zinskurven selbst keine Rezessionen verursachen. Durch die Vergünstigung langfristiger Finanzierungen wird eine Rezession sogar tendenziell weniger wahr-

scheinlich. Und das ohne ein Eingreifen der Zentralbank.

Stattdessen scheint die US-Notenbank (Fed) ihre Politik der präventiven Zinssenkungen fortzusetzen, ähnlich wie 1998. Wir gehen von zwei weiteren Zinssenkungen in den nächsten 12 Monaten aus. Von der Europäischen Zentralbank (EZB) erwarten wir eine leichte Senkung um 20 Basispunkte auf minus 0,60 Prozent, die Einführung eines Tiering-Systems für Zentralbankeinlagen sowie eine Wiederaufnahme der EZB-Käufe. Diese Schritte sollten ausreichen, um die gegenwärtige Situation zu stabilisieren.

Sowohl die Fed als auch die EZB befinden sich in einer unangenehmen Lage. Die Abkühlung der Wirtschaft und die Nervosität der Finanzmärkte sind hauptsächlich auf den globalen Handelskonflikt zurückzuführen. Jedoch beklagten die Zentralbanker auf ihrer jüngsten Konferenz in Jackson Hole zurecht, dass die Mittel der Geldpolitik beschränkt sind, um längerfristige Handelsschäden abzuwenden. Wie wir 2018 erläutert haben, wirkt protektionistische Politik längerfristig ungefähr so als würde der Staat gezielt ganze Fabriken und Produktionstechnologien im In- und Ausland zerstören (siehe [CIO Special – Freihandel unter Beschuss vom 17.05.18](#)). So gesehen hilft das Drucken von Geld einer Volkswirtschaft mit Vollbeschäftigung in einer solchen Situation kaum weiter. Vielmehr würde es potentiell lediglich Inflation zur Liste der Sorgen hinzufügen. Die politisch richtige Gegenmaßnahme wäre unserer Meinung nach ein Ende der Handelsstreitigkeiten.

Leider gibt es kaum Anzeichen dafür. Stattdessen gibt es neue Spannungen, ganz abgesehen von den unberechenbaren politischen Äußerungen des US-Präsidenten. Dazu gehört der Konflikt zwischen Südkorea und Japan, aber auch diejenigen zwischen der EU und einigen Schwellenländern wie etwa Brasilien. Wahrscheinlich wird das neu gewählte Europäische Parlament, insbesondere bei Umweltbelangen, eher gewillt

sein, seine Muskeln spielen zu lassen. Wir hoffen weiterhin, dass sich früher oder später die Vernunft durchsetzt. Inzwischen aber wirken sich Handelskonflikte allgemein und insbesondere zwischen den USA und China negativ auf die Weltwirtschaft aus. Im Gegensatz dazu sind wir bei zwei weiteren Themen eher zuversichtlich. Bezüglich des Brexits gehen wir davon aus, dass ein „No-Deal“-Szenario verhindert werden kann. In Italien scheinen Neuwahlen vorerst vom Tisch zu sein.

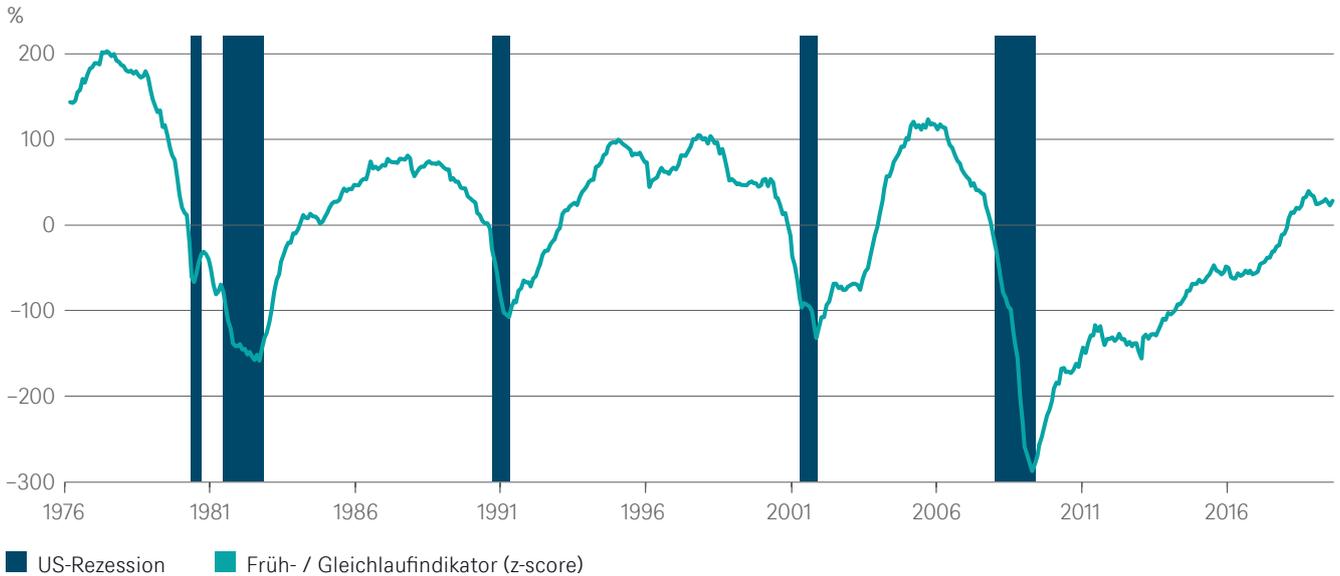
Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sich die Weltwirtschaft verlangsamt. Wir erwarten jedoch weder in den USA, in China oder in der Eurozone als Ganzes eine Rezession. Zentralbanken scheinen bereit, Wirtschaft und Finanzmärkte weiterhin durch eine expansive Geldpolitik zu unterstützen. In Europa mehren sich die Anzeichen dafür, dass die Finanzpolitik lockerer werden könnte, wenn auch wahrscheinlich nicht genug, um in den nächsten 12 Monaten einen großen wirtschaftlichen Effekt zu erzielen. Die Inflation sollte zumindest vorerst niedrig bleiben. Allerdings könnte auch einiges schief gehen.

In den USA gibt es beunruhigende Anzeichen dafür, dass die Gewinnmargen zunehmend unter Druck geraten. In der Vergangenheit haben amerikanische Unternehmen auf eine solche Entwicklung typischerweise mit Entlassungen reagiert. Doch im Gegensatz zur aktuell weit verbreiteten Annahme verursachen Handelskriege normalerweise keine Rezession. Sie schaden den Produktionskapazitäten, aber nicht unbedingt der Kapazitätsauslastung von Unternehmen. Sollte der Handelskonflikt weiter eskalieren, droht ein Szenario, das jedem bekannt sein dürfte, der sich an die stagflationären¹ Tage der 1970-er Jahre erinnert. Die Kombination eines Angebots-Schocks mit einer Lockerung der Geld- und Fiskalpolitik kann sich langfristig inflationär auswirken. Hoffentlich haben die politischen Entscheidungsträger von heute aus diesen Fehlern gelernt.

¹ Kombination der Worte "Stagnation" und "Inflation", die einen Zeitraum beschreibt, in dem hohe Inflation mit einem Stillstand des Wirtschaftswachstums zusammentrifft.

VIELE INDIKATOREN DEUTEN BISHER NICHT AUF EINE REZESSION HIN

Das Verhältnis zwischen Früh- und Gleichlaufindikatoren verharrt in der Nähe des jüngsten Höchststandes. Dies spricht eher für eine Abschwächung der Konjunktur als für eine Rezession.

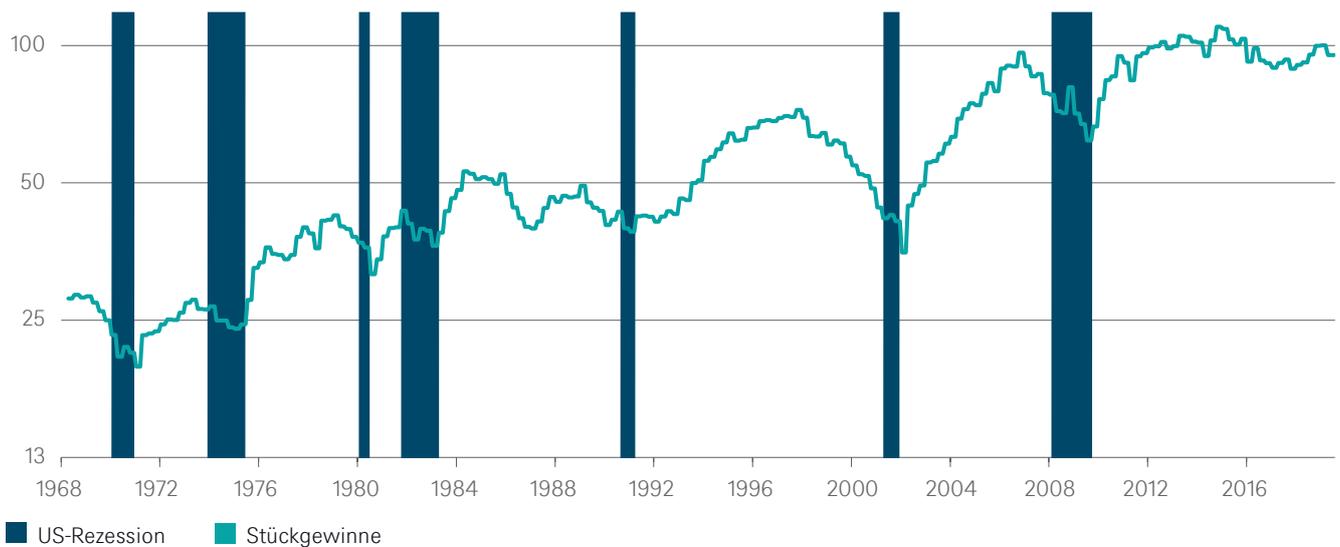


Quellen: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH; Stand: 30.08.2019

DIE GEWINNMARGEN AMERIKANISCHER UNTERNEHMEN GERATEN ZUNEHMEND UNTER DRUCK

Wenig erbaulich sind die Trends bei den US-Unternehmensgewinnen. Diese sind bisher um 4,9 Prozent gefallen, was bisher jedoch nicht ausreicht, um als verlässliches Rezessionssignal zu gelten.

indiziert: 01.01.2009 = 100



Quellen: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH; Stand: 30.08.2019

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.
DWS Investment GmbH; Stand: 30.08.2019

Länger niedrig. Aber wohl nicht noch niedriger.

Die Zinsen dürften noch länger niedrig bleiben. Einen weiteren deutlichen Abwärtsschub dürfte es nur bei einer Rezession geben.

- _ Die Zinsen dürften länger niedrig bleiben. Die Zentralbanken haben die Richtung vorgegeben. Dementsprechend rechnen wir bei den meisten Anleihen vorerst nur mit einem geringen Zinserholungspotential.
- _ Sollten die Rezessionsorgen wieder zunehmen, könnten die Renditen sogar weiter fallen.
- _ Die Suche nach Anleihen mit positiven Renditen erschwert sich damit weiter. Unternehmens- und Schwellenländeranleihen bleiben unsere Favoriten.



Jörn Wasmund
Head of Fixed Income/Cash

Im vergangenen Jahr bahnte sich an, was viele nicht mehr für möglich gehalten hatten: Eine veritable Zinswende. Also ein Ausbruch aus dem jahrzehntelangen Abwärtskanal, in welchem sich die Zinsen der meisten Industrieländer befinden. Ein auslösender Moment war sicherlich die US Federal Reserve, die im Laufe des Jahres 2018 den Leitzins vier Mal erhöhte, sodass die mittlere Fed Funds Rate von 1,4 auf 2,4 Prozent stieg. Die 10-jährigen Treasury-Renditen kletterten im Oktober sogar auf 3,26 Prozent, so hoch standen sie seit sieben Jahren nicht mehr. Den 2-jährigen Renditen glückte sogar ein 10-Jahreshoch. Dies alles erfolgte vor dem Hintergrund einer brummenden US-Wirtschaft und eines robusten Arbeitsmarktes. Doch statt sich über den Aufschwung zu freuen, gerieten die Anleger aufgrund der so rasant gestiegenen Zinsen in helle Aufregung - der S&P 500 stürzte um fast ein Fünftel. Zinswende schön und gut, aber doch bitte in Maßen. Unbegründet war die Nervosität der Anleger nicht, schließlich sackte noch in jedem Zinserhöhungszyklus der Fed seit dem Zweiten Weltkrieg die Auftragskomponente des Einkaufsmanagerindex unter die so gefürchtete Kontraktionsschwelle von 50.

Ein weiterer Grund für Nervosität hätte zudem die Furcht vor dem Ende dieses jahrzehntelangen Trends, dieses Rückenwinds aus immer weiter fallenden Zinsen, sein können. Schaut man heute, bald ein Jahr später, auf den Verlauf etwa der 10- und 30-jährigen Treasury-Renditen, so scheint alles wieder im Lot zu sein. Zumindest aus Sicht eines Anleihebesitzers. Die Renditen haben den Weg zurück in ihren langfristigen Abwärtskanal gefunden. Aber wohin kann die Reise jetzt noch gehen? Ginge es weiter wie bisher, wäre die Konsequenz ein Abtauchen der Treasury-Renditen ins negative Terrain. Die Stimmen, die so etwas vorhersagen, werden zahlreicher.

BODENBILDUNG ODER TRENDFORTSETZUNG?

Die Renditen 10-jähriger Anleihen verschiedener Staaten zeigen einen erstaunlichen Gleichlauf. Der langjährige Abwärtstrend scheint intakt, nur in den USA deutet sich eine Bodenbildung an.

10-jährige Staatsanleihen in %



Quellen: Refinitiv, DWS Investment GmbH; Stand: 11.09.2019

Bevor man solche Prognosen ins Reich des Absurden verbannt, ein paar Hinweise: Die 2-jährigen US-Renditen kamen im Herbst 2011 mit 0,14 Prozent der Nulllinie schon sehr nahe. Die Realrenditen in den USA rutschen ohnehin schon seit bald sieben Jahren immer wieder ins Minus. 30-jährige Staatsanleihen rentieren erstmals in der Geschichte unter 2 Prozent und die US-Zinskurve (von 2- und 10-jährigen Staatsanleihen) invertierte erstmals seit 2007 wieder. Die richtigen Absurditäten, oder nennen wir es neutraler „historische Marken“, des Rentenmarktes fand man diesen Sommer jedoch außerhalb der USA: Ebenfalls unter die 2 Prozent rutschte auch die Rendite 30-jähriger italienischer Staatsanleihen, dort notierten zudem die 10-Jährigen erstmals unter einem Prozent. In Deutschland haben 10-jährige Bundesanleihen mit -0,71 Prozent so tief geschlossen wie nie zuvor, zudem tauchten erstmals in der Geschichte 30-jährige Anleihen ins negative Renditeterrain. Damit gab es einige Wochen vom deutschen Staat keine positiv rentierenden Anleihen mehr zu kaufen. Wer jedoch noch im März die 100-jährige Anleihe eines großen deutschen Bundeslandes kaufte, lag damit im August zwischenzeitlich 80 Prozent vorne. Weltweit notierten im Spätsommer Anleihen im Wert von 17 Billionen Dollar negativ.

Kurzum, eine Fortführung des jahrzehntelangen Trends, und damit auch ein Abrutschen der 10-jährigen US-Renditen, sollte man nicht leichtfertig als unmöglich abtun. Erst recht, wenn die Rezessionsorgen wieder an Fahrt gewinnen, auch wenn sie zuletzt an selbiger verloren haben. Wir rechnen jedoch, zumindest für unseren strategischen Ausblick für die kommenden zwölf Monate, nicht mit einer Fortsetzung dieses Abwärtstrends. Wir rechnen vielmehr damit, dass ein Großteil der Renditen in dieser Periode seitwärts handeln wird, mit einer leichten Tendenz nach oben. Das wäre in normalen Zeiten kein schlechtes Umfeld für Renten. Doch in diesen Zeiten bedeutet das, allein schon für die oben genannten negativ rentierenden Anleihen im Volumen von fast 17 Billionen Dollar, einen negativen Ertrag auf 12-Monatszeit (wie man teilweise aus negativen Zinsen noch einen positiven Ertrag erwirtschaften könnte, steht in unserem COTW vom 2. August 2019 „Rolling down the Yield curve“, dies setzt jedoch eine gewisse Steilheit der Zinskurve voraus).

IMMER MEHR GELD KOSTET GELD

Die Null ist für immer mehr Anleiherenditen keine natürliche Grenze mehr. Über ein Viertel aller Anleihen weltweit rentieren negativ. Die meisten davon stammen aus Japan.

in Billionen Dollar



■ Negativ verzinslicher Schuldmarktwert*

*Bloomberg Barclays Global Agg Neg Yielding Debt Market Value

Quellen: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH; Stand: 11.09.2019

Unterm Strich bleibt aber die wenig überraschende Erkenntnis, dass negative Zinsen kein vielversprechendes Fundament für auskömmliche Erträge sind. Im Herbst 2019 stehen die Zeichen zunächst auf eine weitere geldpolitische Lockerung aller großen Zentralbanken. Von der Fed erwarten wir auf Sicht von zwölf Monaten noch zwei Zinssenkungen, die erste davon noch im September. Die Europäische Zentralbank hat wie erwartet am 12. September ihren großen Werkzeugkasten ausgepackt und den Anlegern sogar noch etwas mehr gegeben, als sie seit einiger Zeit erwartet hatten: eine Senkung des Depositenatzes von -0,4 auf -0,5 Prozent, die Wiederaufnahme des Anleihekaufprogramms in Höhe von jetzt 20 Milliarden Euro je Monat, sowie die Einführung eines Freibetrags für Barreserven, um die Banken wenigstens teilweise zu entlasten. Insbesondere das offen gehaltene zeitliche Ende des Gesamtpakets überraschte in seiner expansiven Ausrichtung. Auch andere Zentralbanken, etwa in China, Japan oder Großbritannien, bewegen sich Richtung Lockerung. Dass die Rentenmärkte nicht erst auf die Umsetzung, sondern bereits auf die Ankündigung, oder sogar nur auf die Erwartung einer Ankündigung hin reagieren, zeigen die bereits seit Monaten wieder rückläufigen Renditen eindrücklich.

Was heißt das alles im Einzelnen für unsere Rentenstrategie? Zinsen bleiben weiter niedrig. Europäische Anleger müssen sich auf der Suche nach positiven Renditen außerhalb der Staatsanleihen von Kerneuropa umschauen. Unsere Präferenzen liegen bei Euro-Unternehmensanleihen, sowohl im Investmentgrade- als auch, selektiv, im Hochzinsbereich. Bei letzteren bevorzugen wir Emittenten mit einem „B“-Rating. Wer auf Staatsanleihen setzen möchte, muss weiterhin in die Peripherie. Wir haben unsere Prognose für 10-jährige Bundesanleihen auf -0,5 Prozent gesenkt, was auf zusätzliche Käufe von Staatsanleihen durch die EZB und eine anhaltende Nachfrage seitens institutioneller Investoren zurückzuführen ist. Die erwarteten Käufe seitens der EZB (über das neue Anleiheprogramm und im Rahmen der Reinvestitionen auslaufender Anleihen) sprechen auch weiter für Staatstitel aus Spanien und Portugal. Hier verbessern sich zudem die volkswirtschaftlichen Daten weiter. In Italien hat sich die politische Lage etwas entspannt, was die dortigen Anleihen allerdings bereits sehr großzügig eingepreist haben, wie sich am halbierten Renditeaufschlag gegenüber Bundesanleihen zeigt. Wir glauben, dass sich nach so vielen Vorschusslorbeeren das Risiko für Enttäuschungen, also steigende Renditen italienischer Staatsanleihen, wieder etwas erhöht hat.

Für institutionelle Investoren, die in Euro investieren wollen, könnte unseres Erachtens noch eine weitere Anlageklasse interessant sein, die noch mit positiven Renditen aufwarten kann: illiquidere Papiere. Wer nicht auf eine kontinuierliche Handelbarkeit angewiesen ist und über einen längeren Anlagehorizont verfügt, könnte hier noch eine Prämie gegenüber Staatstiteln einstreichen. Einen besonderen Blick verdienen hier unserer Meinung nach etwa Kreditverbriefungen, die mittlerweile auch in Europa einen auskömmlich großen Markt darstellen.

Außerhalb des Euroraums entdeckt man, sofern man sich nicht nach Japan begibt, noch überwiegend positive Renditen. In den USA erwarten wir binnen zwölf Monaten für Kurzläufer (2-jährige Staatsanleihen) eine Rendite in Höhe von 1,6 Prozent, für 10-jährige Staatsanleihen eine Rendite in Höhe von 1,75 Prozent. Mit einer nachhaltig invertierten Zinskurve rechnen wir nicht. Wir mögen ausgesuchte Schwellenländeranleihen in Hartwährung. Allerdings haben die Risiken aufgrund des Handelsstreits sicherlich zugenommen. So machen uns etwa die Auswirkungen der Wachstumsverlangsamung auf exportorientierte Länder mit hoher Abhängigkeit vom verarbeitenden Gewerbe Sorgen. Wir haben daher unsere Spread-Prognosen etwas angepasst. Aber die attraktive

Bewertung, niedrigere US-Zinsen, ein stabiler US-Dollar und ein vergleichsweise niedriger Schuldenstand unterstützen die Staatsanleihen der Schwellenländer. Insgesamt bevorzugen wir Länder mit Investment-Grade-Rating sowie ausgewählte High-Yield-Möglichkeiten. In Bezug auf türkische Staatsanleihen sind wir angesichts der relativ niedrigen Verschuldung moderat konstruktiv. Sowohl bei den Schwellenländer- als auch den US-Anleihen tragen europäische Investoren allerdings ein Wechselkursrisiko.

Trotz der nunmehr über einjährigen Schwäche des Euro gegenüber dem Dollar halten wir an unserer 12-Monatsprognose fest, in der wir den Euro bei 1,15 Dollar sehen. Dafür ist kein einzelner Grund verantwortlich, vielmehr sehen wir die Stärken und Schwächen der beiden Währungen im Bezug zueinander weitgehend ausgeglichen. Nach den Entscheidungen der Fed und der EZB vom September rechnen wir damit, dass der Markt einer weiteren Lockerung der Fed eine höhere Wahrscheinlichkeit beimisst, als weiteren Maßnahmen der EZB unter der Führung von Christine Lagarde. Den Yen sehen wir insbesondere gegenüber dem Euro weiterhin als Währung an, in die Anleger in Phasen höherer Risikoaversion flüchten dürften.

13. September 2019

Aktien – was ist aus unserer Liebe geworden?

Zu Aktien gibt es kaum Alternativen. Mittlerweile sollte man aber durchaus wählerisch sein.

- _ Trotz einiger Warnsignale wäre es verfrüht, Aktien den Laufpass zu geben.
- _ Niedrige Zinsen bieten weiterhin Unterstützung – vor allem bei einer allmählichen Stabilisierung wirtschaftlicher Frühindikatoren.
- _ Auch in einem widrigeren Marktumfeld dürften Aktienanleger Erträge aus Dividenden und Rückkäufen erzielen können.



Dr. Thomas Schübler
Co-Head of Equities



Andre Köttner
Co-Head of Equities

Seit unserem CIO Day¹ im August sehen wir Aktien etwas positiver. Ein Grund dafür sind ermutigende politische Entwicklungen der letzten Wochen: Ein ungeregelter Brexit scheint nicht mehr unausweichlich. Italien hat eine neue Regierung. Im Handelskonflikt zwischen den USA und China wird zumindest wieder verhandelt. Die Proteste in Hongkong scheinen wenigstens nicht weiter zu eskalieren. Das alles genügt natürlich nicht, um bezüglich Aktien optimistisch zu werden. Der politische Rückenwind könnte schnell wieder drehen.

Ein Blick in die Vergangenheit ist hier hilfreich, um unseren moderaten Optimismus zu erklären. Die Hausse an den globalen Aktienmärkten geht in das zehnte Jahr. Vor allem zu Beginn wurde häufig vom „unbeliebtesten Bullenmarkt aller Zeiten“ gesprochen. Nach den ernüchternden Erfahrungen der globalen Finanzkrise zögerten Investoren lange, ihre Risikopositionen zu erhöhen. Völlig unkonventionelle Zentralbankmaßnahmen verhalfen TINA zum Durchbruch: Nach dem TINA-Prinzip („There Is No Alternative“) sind Aktien in einem Ultraniedrigzinsumfeld „alternativlos“.

Kurz und gut: Die Aktienmärkte dürften noch eine ganze Weile nach der TINA-Pfeife tanzen. Von Tag zu Tag vergrößert sich die Schar der Staatsanleihen mit negativen nominalen Zinsen. Problematisch bei TINA ist allerdings, dass niedrigere Anleihe-

renditen häufig Vorboten einer Rezession sind, mit niedrigerem Wirtschaftswachstum und Unternehmensgewinnen. Wie unsere Ökonomen sehen wir die inverse US-Zinskurve nicht unbedingt als Anzeichen einer drohenden globalen Rezession. Niedrige Zinsen können höhere Bewertungen aber nur so lange rechtfertigen wie die Gewinnerwartungen stabil bleiben. Und genau dies war einer der Gründe für unsere erhöhte Vorsicht zu Beginn des Sommers – wir hielten die Gewinnwachstumserwartungen über weite Strecken dieses Jahres für zu hoch. Negative nominale oder reale Zinsen könnten in bestimmten Sektoren, wie bei Finanzdienstleistern, unbeabsichtigte negative Konsequenzen auslösen.

Zwei weitere Gründe boten Anlass zur Vorsicht: Sorgen bereiteten sowohl die längerfristigen Gewinnaussichten besonders in den USA als auch die Qualität des Gewinnwachstums der letzten Jahre. Ereignisse wie die jüngsten US-Zollerhöhungen auf Importe aus China und ihre Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne lassen sich nicht mehr als vorübergehende Erscheinungen abtun. Sie könnten vielmehr der Anfang vom Ende mehrerer wichtiger Treiber für die höheren Nettomargen des S&P 500 in den letzten 25 Jahren sein. Rentabilitätssteigerungen sind teils der jahrzehntelangen Globalisierung zu verdanken, durch die multinationale Unternehmen schnell weltweit expandierten. Im Gegensatz dazu müssen Unternehmen jetzt nach jeder Äußerung des US-Präsidenten oder

¹ Bei diesem vierteljährlichen globalen Meeting werden unsere Konjunktur- und Marktprognosen für alle Anlageklassen für die nächsten zwölf Monate festgelegt.

Vergeltungsmaßnahme Chinas erwägen, ihre globalen Lieferketten anzupassen. Da diese Anpassungen teuer sind, dürften sie auch bei einer Aufhebung der Zölle kaum wieder schnell rückgängig gemacht werden.

Darüber hinaus befürchten wir auch eine Verschlechterung der Qualität der US-Gewinne gegenüber den vergangenen Jahren. Die drohende Störung globaler Lieferketten und die Unternehmensstimmung sind nicht die alleinigen Gründe, warum der Aufwärtstrend der letzten Jahrzehnte in den USA und in anderen Ländern enden könnte. Insbesondere große multinationale US-Unternehmen konnten ihre Rentabilität durch ihre globale Expansion und damit einhergehenden niedrigeren effektiven Steuern steigern. Für weitere Impulse sorgte die Senkung der Unternehmenssteuern unter Präsident Trump 2018. Allerdings scheinen jetzt auf beiden Seiten des Atlantiks die Zeiten großzügiger Steuergeschenke für Großunternehmen vorbei zu sein. Zudem profitierten Unternehmen lange Zeit von niedrigeren Zinsaufwendungen aufgrund niedrigerer Nettoverschuldung und Zinsen. Trotz des jüngsten Zinsverfalls dürften die zusätzlichen Einsparungen bestenfalls marginal sein. Aktienrückkäufe könnten aufgrund der aktuellen Bewertungen und des langsameren Gewinnwachstums zugunsten höherer Dividendenzahlungen zurückgehen.

Wie wird sich dies alles überhaupt auf die Märkte auswirken? Auf kurze Sicht vielleicht gar nicht so stark. Sich mehrende Anzeichen für eine Bodenbildung bei zyklischen Firmengewinnen stärkten zuletzt unseren Optimismus: So stabilisieren sich zum Beispiel bei mehreren japanischen Unternehmen für Investitionsgüter die Auftragseingänge. Das lässt für das vierte Quartal auf stabilere wirtschaftliche Frühindikatoren hoffen. Somit bleibt unsere Prognose eines globalen Gewinnwachstums pro Aktie von 5 Prozent für 2020 realistisch. Wie sagte doch 2007 Chuck Prince, damals Vorsitzender der Citigroup, ehrlich, wenn vielleicht auch etwas unbedacht: „Solange die Musik spielt, musst du aufstehen und tanzen. Noch tanzen wir.“²

Längerfristig orientierte Anleger müssten sich also durchaus Sorgen machen, wären die Aktienrenditen der letzten Jahre einzig und allein TINA zu verdanken. Dies ist glücklicherweise nicht der Fall. Treiber der globalen Aktienkurse in den letzten zehn Jahren war hauptsächlich der US-Markt. Aktien außerhalb der USA handeln heute noch – in Dollar gerechnet – unter dem Niveau von Januar 2008. Einer der Gründe ist, dass in US-Aktienindizes Unternehmen aus dem Dienstleistungsbereich und besonders mit Schwerpunkt auf digitalen Technologien wesentlich stärker vertreten sind als beispielsweise in europäischen Indizes. Es mag nur wenige Alternativen zu Aktien geben, aber viele Auswahlmöglichkeiten innerhalb des globalen Aktienuniversums.

In vergangenen Wirtschaftszyklen wurde eine Inversion der US-Zinskurve normalerweise von steigenden Aktienkursen begleitet. Dies wurde begünstigt von einem Umschichten aktiv gemanagter Fonds, weg von zyklischen und Substanzaktien hin zu defensiven und Wachstumstiteln. Nach dem schnellen Anstieg des Bewertungsaufschlags von Wachstums- gegenüber Substanzaktien in den beiden letzten Jahren zu urteilen (etwa 70 Prozent KGV-Aufschlag), haben Investoren diese Sektorrotation bereits vorweggenommen. Die genaue Beachtung von Sektorgewichtungen dürfte daher in Zukunft eine große Rolle spielen. Für's Erste sollte das Niedrigzinsumfeld Technologie und Wachstum weiterhin begünstigen. Je niedriger die Zinsen, desto niedriger der Faktor, mit dem die künftigen Gewinne diskontiert werden. Das erhöht den Barwert von Wachstumstiteln, solange sich sonst nichts ändert. Allerdings reagieren Wachstumstitel auch stärker, falls beispielsweise die Gewinne weniger nachhaltig als erwartet ausfallen sollten. Auch Wachstumstitel sind also nicht ohne Risiko, wie die Entwicklung seit Anfang September gezeigt hat. Da ging ein deutlicher Anstieg der Renditen deutscher und US-amerikanischer Staatsanleihen mit einer wesentlichen Outperformance von Substanz- gegenüber Wachstumsaktien einher.

² Financial Times, 9. Juli 2007 „Citigroup chief stays bullish on buy-outs“.

DER BEWERTUNGS-AUFSCHLAG VON WACHSTUMSAKTIEEN STEIGT WEITER

Wachstumstitel profitieren unverändert von steigenden Bewertungskennzahlen. Gleichzeitig steigt ihr Wert, wenn dieser als Abschlag zum Markt definiert wird. So wird es nicht ewig weitergehen.



■ Kurs-Gewinn-Prämie* von Wachstums-** zu Substanzaktien***

*ausgehend von den Konsensgewinnprognosen für die nächsten 12 Monate; Quellen: Refinitiv, DWS Investment GmbH; Stand: 10.09.2019

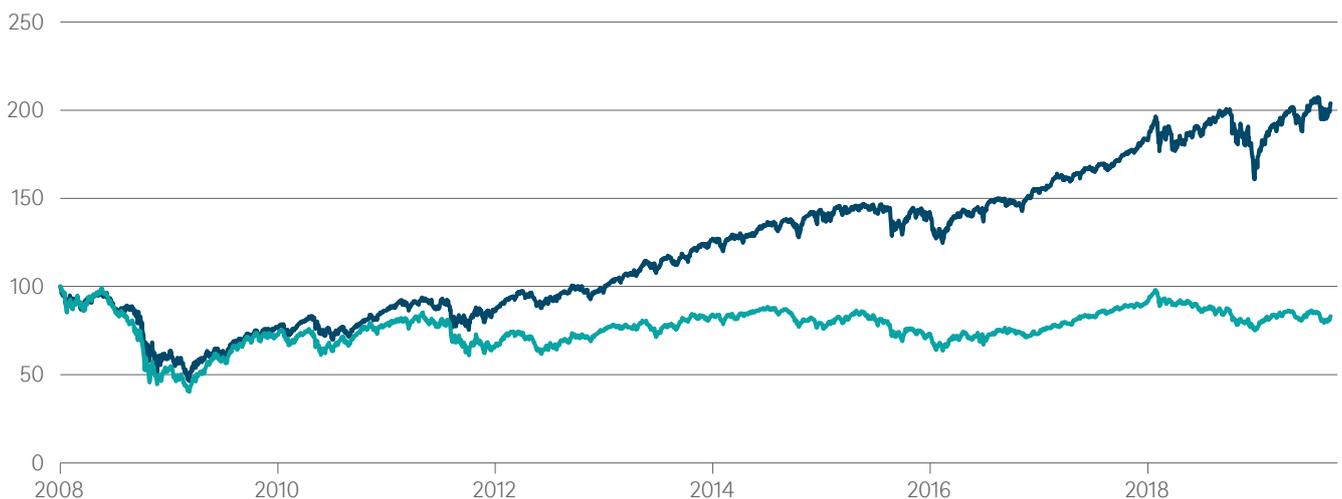
**MSCI ACWI Growth Index

***MSCI ACWI Value Index

AMERICA FIRST

Frappierende Unterschiede zwischen den Vereinigten Staaten und dem Rest der Welt bei den Aktienerträgen der letzten elf Jahre.

indiziert: 01.01.2008 = 100



■ US-Aktien*

■ Aktien außerhalb der USA**

*MSCI USA Index

**MSCI AC World ex USA Index

Quellen: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH; Stand: 06.09.2019

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

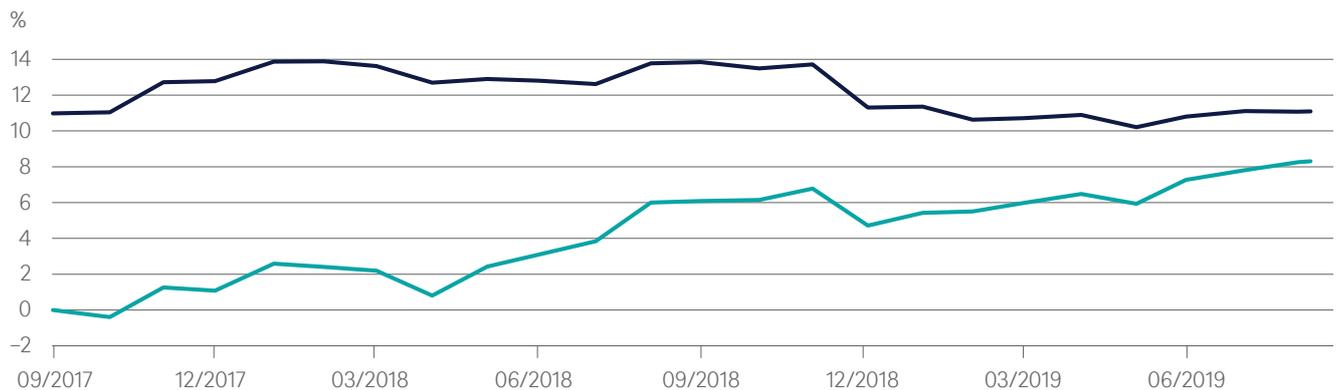
DWS Investment GmbH; Stand: 06.09.2019

Bewertungen im Überblick

USA: NEUTRAL (NEUTRAL)*

Bei US-Aktien bleiben wir eher vorsichtig. In den kommenden Wochen und Monaten könnte es zu Kursrückschlägen kommen, nicht zuletzt wegen der nach wie vor hohen Gewinnerwartungen in einigen Schlüsselsektoren. Sicherlich würden die Märkte

weitere Fortschritte bei der Lösung des Handelskonflikts freudig begrüßen – ebenso wie deutliche Zinsüberraschungen der US-Notenbank (Fed). Wir halten jedoch beide Szenarien für eher unwahrscheinlich.



■ Relative Bewertung (KGV): S&P 500 vs. MSCI AC World Index

■ Relative Wertentwicklung: S&P 500 (in Dollar) vs. MSCI AC World Index (in lokaler Währung)

EUROPA: NEUTRAL (NEUTRAL)*

In Europa gehen die politischen Risiken leicht zurück. Italien hat eine neue, vergleichsweise europafreundliche Regierung. Das Vereinigte Königreich scheint einen chaotischen Brexit bis auf weiteres zu vermeiden. Trotzdem ziehen düstere Wolken am Wirtschaftshimmel auf, die vor allem für exportorientierte

Länder wie Deutschland bedrohlich werden könnten. Die relativ schwache Entwicklung europäischer Aktien seit 2008 lässt allerdings vermuten, dass viele schlechte Nachrichten schon eingepreist sind.



■ Relative Bewertung (KGV): Stoxx Europe 600 vs. MSCI AC World Index

■ Relative Wertentwicklung: Stoxx Europe 600 (in Euro) vs. MSCI AC World Index (in lokaler Währung)

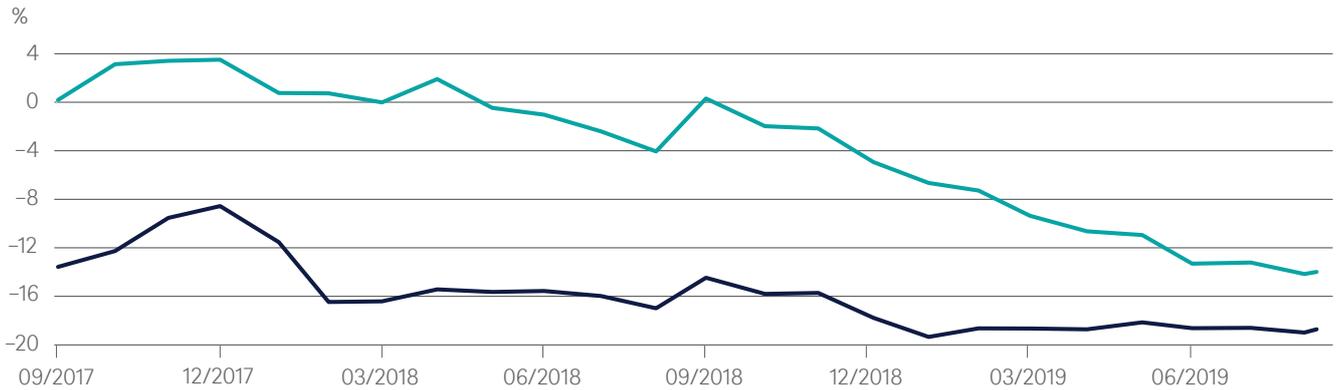
* Als Bezugspunkt unserer Einschätzung dient der MSCI AC World Index, die Einschätzung aus dem Vorquartal steht in Klammern.
Quellen: FactSet Research Systems Inc., DWS Investment GmbH; Stand: 06.09.2019

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukunftliche Wertentwicklungen.
DWS Investment GmbH; Stand: 06.09.2019

JAPAN: NEUTRAL (NEUTRAL)*

Japanische Aktien bleiben vergleichsweise günstig. Leider sind aber auch keine offensichtlichen Gründe für eine Neubewertung in den nächsten Monaten in Sicht. Die Handelskonflikte haben für Druck bei den Unternehmensgewinnen gesorgt. Ein Handel-

sabkommen mit den USA könnte die Stimmung wieder bessern. Allerdings spielen hier auch Inhalt und Umfang eines derartigen Abkommens eine Rolle sowie der Verlauf des Handelskonflikts zwischen Japan und Südkorea.

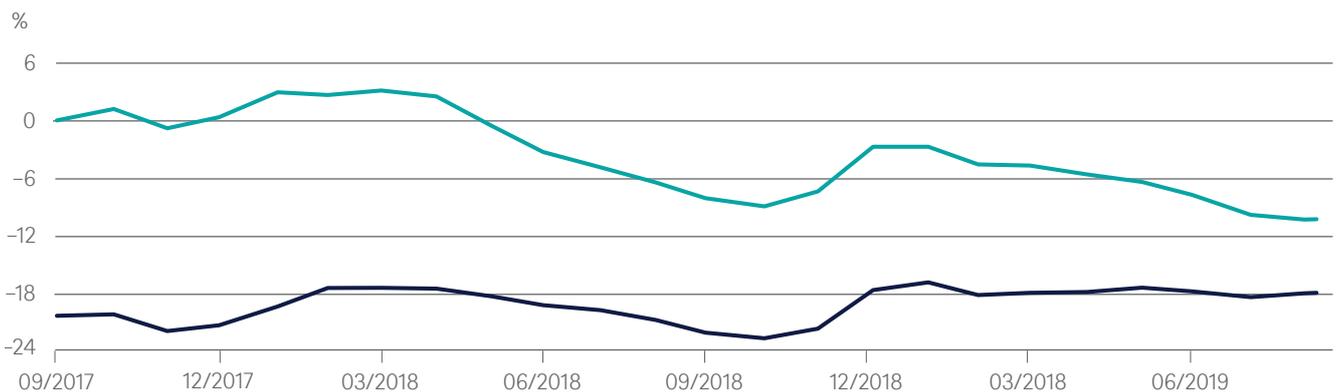


■ Relative Bewertung (KGV): MSCI Japan Index vs. MSCI AC World Index
■ Relative Wertentwicklung: MSCI Japan Index (in Yen) vs. MSCI AC World Index (in lokaler Währung)

SCHWELLENLÄNDER: NEUTRAL (NEUTRAL)*

Die Schwellenländer leiden weiterhin schwer unter den verschiedenen Handelsstreitigkeiten, die für mittelfristige Risiken sorgen. Auf längere Sicht dürften sie aber von abflauenden Gegenwinden profitieren – nicht zuletzt weil die Fed Ende letzten Jahres eine Zinswende eingeleitet hat. Mehrere wichtige

Schwellenländer profitieren zudem von Strukturreformen. Im Vergleich zu dem in den Industriestaaten dürfte das Ertragswachstum von Aktien in Schwellenländern 2020 recht solide ausfallen.



■ Relative Bewertung (KGV): MSCI Emerging Markets Index vs. MSCI AC World Index
■ Relative Wertentwicklung: MSCI Emerging Markets Index (in Dollar) vs. MSCI AC World Index (in lokaler Währung)

* Als Bezugspunkt unserer Einschätzung dient der MSCI AC World Index, die Einschätzung aus dem Vorquartal steht in Klammern.
Quellen: FactSet Research Systems Inc., DWS Investment GmbH; Stand: 06.09.2019

Private Infrastruktur und der Konjunkturzyklus

Infrastrukturprojekte sind als defensive Anlageklasse um einiges vielschichtiger, als viele denken.

- _ Private Infrastruktur ist eine vielfältige Anlageklasse. Historische Erträge und Korrelationen sind daher nur begrenzt aussagekräftig.
- _ Infrastrukturprojekte profitieren in der Regel von solider Nachfrage und stabilen Dividenden.
- _ Investoren können ihre risikobereinigten Erträge verbessern, wenn sie auf Infrastrukturprojekte mit komplementären Merkmalen setzen.



Hamish Mackenzie
Head of Infrastructure

Welche Wertentwicklung kann man von privaten Infrastrukturanlagen in den unterschiedlichen Markt-szenarien erwarten? Diese Frage stellen sich immer mehr institutionelle Anleger. Private Infrastruktur ist eine noch relativ neue, komplexe und vielfältige Anlageklasse. Historische Korrelationen zwischen Veränderungen des Konjunkturzyklus und Gesamterträgen sind nur begrenzt aussagekräftig. Das liegt auch daran, dass die historischen Ertragsdaten stark durch den Sektorenmix in Infrastruktur selbst, der jeweiligen Vergleichsperiode und der Vertragsstruktur einzelner Projekte geprägt sein können.

Wir haben uns daher für einen etwas anderen Ansatz entschieden, um unsere Eingangsfrage zu beantworten. Wir haben vier langfristige makroökonomische Szenarien für die Eurozone entwickelt (siehe Grafik 1). Neben einem Basis- und einem optimistischen Goldilocks-Szenario erschien uns die Unterscheidung zwischen zwei Typen von Risikoszenarien wichtig. Das erste Szenario davon ist „säkulare Stagnation“, bei der sowohl das Wirtschaftswachstum als auch Inflation und Zinsen niedrig bleiben. Das Zweite wäre „Stagflation“ bei der zwar das Wachstum niedrig ist, Inflation und Zinsen aber auf mittlere Sicht steigen.

Um herauszufinden wie sich private Infrastrukturanlagen in den unterschiedlichen Szenarios verhalten, haben wir verschiedene Daten herangezogen. Infrastrukturnachfragedaten

zeigten, dass die Nachfrage im Durchschnitt weniger stark schwankt als für andere Güter und Dienstleistungen. Allerdings erwiesen sich nicht alle Infrastrukturbereiche im selben Maße immun gegen konjunkturelle Entwicklungen. Einige Bereiche, wie Trinkwasserversorgung, Bildung oder das Gesundheitswesen, erfreuten sich einer stabilen Nachfrage und niedriger Volatilität. Andere Infrastruktursektoren reagierten mitunter stärker auf eine konjunkturelle Schwäche, profitierten dafür aber in besseren Zeiten von soliden Wachstumstrends. Dazu gehören etwa Flughäfen oder der öffentliche Nahverkehr.

Des Weiteren stützen diverse Analysen die Ansicht, dass die Erträge für die meisten Infrastrukturbereiche zwar durchaus vorhersehbar sind, sich die Gründe für diese Resilienz jedoch durchaus je nach Sektor und Unternehmen unterscheiden. Regulierte Bereiche einschließlich Wasser- oder Stromnetze zeigten die höchste Widerstandskraft gegenüber Veränderungen im Makroumfeld. Auch Flughäfen oder das Gesundheitswesen konnten sich insgesamt recht gut halten und waren längerfristig ziemlich neutral gegenüber makroökonomischen Veränderungen; das lag auch daran, dass Unternehmen in diesen Bereich bei konjunkturellen Einbrüchen relativ gut gegensteuern konnten, indem sie etwa ihre Investitionen anpassten, um weiter Dividenden auszahlen zu können. Für Hafenanlagen, Abfallwirtschaft, Mautstraßen und Schienengüterverkehr waren die Dividenden zwar ebenfalls langfristig vorhersehbar, sie reagierten aber zwischenzeitlich stärker auf konjunkturu-

relle Schwankungen. Dies könnte bei einer wirtschaftlichen Abkühlung ein Risiko sein, in Zeiten des Aufschwungs aber auch Chancen auf zusätzliche Erträge eröffnen.

Und was heißt das jetzt alles? Nun, dank der ganzen Analysen waren wir einer Antwort auf unsere Ausgangsfrage schon einen großen Schritt näher. Wenn institutionelle Anleger überlegen, welche privaten Infrastrukturanlagen sie in den unterschiedlichen makroökonomischen Szenarien halten sollen, dann unterscheiden sie häufig zwischen zwei verschiedenen Anlagestrategien. Besonders vorsichtige Anleger setzen auf sogenannte „Core-Strategien“. Das wären zum Beispiel Investitionen in regulierte Wassernetze in entwickelten Märkten. Bei diesen Anlagen sind die Ertragsrendite, berechenbare und staatlich geregelte Einkommensströme sowie ein langfristiger Investitionshorizont wichtige Komponenten. Ganz ohne Risiko sind aber selbst solche Anlagen nicht. Durch ihre anleiheähnlichen Charakteristika sind die Bewertungen sehr sensitiv gegenüber Zinsveränderungen, auch wenn in den Verträgen – meistens mit einer zeitlichen Verzögerung – an die Inflation gekoppelte Verbrauchsgebühren und ein Ausgleich für höhere Zinsen vorgesehen sind.

Mutigere institutionelle Anleger setzen dagegen traditionell eher auf sogenannte „Core-Plus-Strategien“. Dabei werden Infrastrukturanlagen mit immer noch moderaten, aber leicht höheren Risiko-Ertrags-Merkmalen erworben. Ihre Geldströme sind transparent, haben aber auch ein gewisses Wertsteigerungspotenzial. Ein Unternehmen, das Energie aus Abfall gewinnt und gleichzeitig neue Projekte entwickelt, wäre ein typisches Beispiel. Unsere Analyse zeigt, dass das Einkommen aus Core-Plus-Infrastruktur auf lange Sicht die Inflation ausgleichen kann, aber nur begrenzt in der Lage ist, starke Zinsänderungen in der Bewertung abzufangen. Gleichzeitig

stellte sich heraus, dass das Einkommen aus Core-Plus-Assets um ein Vielfaches schneller wachsen kann als das BIP.

Und das Ergebnis? Nur, mit Hilfe unserer Untersuchungen gelang es uns tatsächlich herauszuarbeiten, wie sich verschiedene Infrastruktureinrichtungen in den vier oben erwähnten langfristigen makroökonomischen Szenarien für die europäische Wirtschaft entwickeln könnten. Durch die Untersuchung synchroner Veränderungen von Bruttoinlandsprodukt, Zinsen und Inflation konnten wir für jedes Szenario eine exemplarische, optimale strategische Portfolioallokation für Core- und Core-Plus-Strategien entwerfen. Wir stellten fest, dass kurzfristige Veränderungen im Konjunkturzyklus, wie zum Beispiel eine Rezession, für taktische Anlageentscheidungen sicherlich wichtig sind. Bei einem langfristigen Anlagehorizont wirken sich die konjunkturellen Schwankungen in der Regel aber weniger stark auf die Wertentwicklung von privater Infrastruktur aus.

Unterm Strich kann man festhalten, dass es auch bei privater Infrastruktur günstig ist, nicht alles auf eine Karte zu setzen. In allen langfristigen makroökonomischen Szenarien dürften Infrastrukturanleger von Portfolios profitieren, die breit gestreut Core- und Core-Plus-Assets umfassen (siehe Grafik 2). Regulierte Core-Infrastruktur spielt eine entscheidende Rolle beim Ausgleich systemischer Risiken in einem Portfolio und der langfristigen Absicherung gegen Zinserhöhungen, ihr Wertsteigerungspotenzial dürfte jedoch begrenzt sein. Vor diesem Hintergrund kann eine Beimischung von Core-Plus-Infrastruktur durchaus sinnvoll sein, um die risikobereinigten Erträge eines Portfolios auf lange Sicht zu verbessern. Und zwar selbst dann, wenn man die mittelfristigen makroökonomischen Aussichten der Eurozone skeptischer sieht, als wir das tun.

VIER LANGFRISTIGE MAKROÖKONOMISCHE SZENARIEN FÜR EUROPA

Unsere Szenarien sind „exemplarische Archetypen“. So lässt sich die Entwicklung verschiedener privater Infrastrukturanlagen unter unterschiedlichsten Bedingungen herausarbeiten.

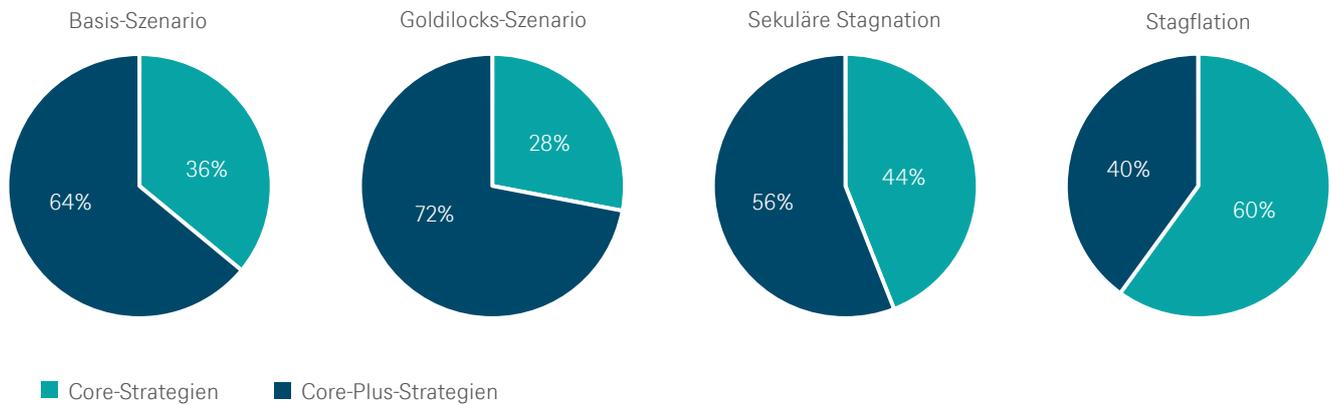
		BIP-Wachstum (real)	Inflation (VPI*)	Zinsen (10-jährige Staatsanleihe)
Makro-Szenario (10 Jahre)	Goldilocks-Szenario	Hoch	Niedrig	Niedrig
	Basis-Szenario	Moderat	Niedrig / Moderat	Niedrig / Moderat
	Sekuläre Stagnation	Niedrig	Niedrig	Niedrig
	Stagflation	Niedrig	Hoch	Hoch

* Verbraucherpreisindex (VPI)

Quellen: Oxford Economics, Eurostat, DWS Investment GmbH; Stand: Mai 2019

EXEMPLARISCHE OPTIMALE INFRASTRUKTURPORTFOLIOS

Unsere Analyse lässt den Schluss zu, dass Infrastruktur-Assets mit komplementären Merkmalen in allen vier Szenarien die risikobereinigten Portfolioerträge steigern können.



Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: Mai 2019

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragsersparungen erfüllt werden. DWS Investment GmbH; Stand 13.09.2019

Für alles bereit sein

Die Zentralbanken treiben Märkte und Bewertungen. Wir halten an Aktien und Absicherungen im Portfolio fest.

- _ Ob Wirtschaftsindikatoren, Zinsen, Zentralbankpolitik oder Aktienbewertungen: Das Umfeld spricht nur für moderates Renditepotenzial, auch wenn wir keine Rezession erwarten.
- _ Aktien und höherverzinsliche Anleihen empfehlen sich ebenso, wie auf taktische Chancen zu warten.



Christian Hille
Head of Multi Asset

Weltweit rentieren Anleihen im Wert von über 15 Billionen US-Dollar negativ. Ein Grund dafür sind die wieder sehr expansiv agierenden Zentralbanken, die insbesondere in Japan und der Eurozone dafür sorgen, dass man im Investment-Grade-Bereich immer weniger Anleihen mit positiver Rendite findet. Allerdings deuten die negativen Zinsen auch am langen Ende, sowie die Invertierung der Zinskurve in den USA darauf hin, dass auch die Sorgen um die Konjunktur die Zinsen niedrig halten. Selbst das Wort Rezession machte im vergangenen Quartal die Runde, auch wenn es zumindest in den Online-Suchanfragen seinen Höhepunkt Mitte August hatte. Immerhin befindet sich der Industriesektor laut Einkaufsmanagerindizes in vielen Industrieländern schon länger in der Kontraktion. In Deutschland sank der Composite Purchasing Managers' Index (PMI) laut IHS Markit im September auf den tiefsten Stand seit sieben Jahren. Dass die Investitionslust in Sachanlagen so schnell wieder zunimmt, ist angesichts des immer weiter schwelenden Handelskonflikts zwischen den USA und China, aber auch zwischen den USA und Europa, vom Brexit ganz zu schweigen, kaum zu erwarten. Zu allem Überfluss zeigte dann auch noch der Angriff auf zwei wichtige saudi-arabische Ölanlagen, wie fragil Teile der globalen Energieinfrastruktur tatsächlich sind, und wie schnell Angebotsschocks erfolgen können, deren

inflationäre Wirkung dann vielleicht doch weniger erwünscht ist, als allgemein vermutet wird.

Doch vorerst bleibt Inflation in den meisten Regionen ein Phänomen, welches viele nur in Verbindung mit Vermögenspreisen zur Kenntnis nehmen. Diese Gemengelage spricht unserer Meinung nach dafür, dass die jahrzehntelange Zinserosion in naher Zukunft bestenfalls gestoppt, aber nicht gedreht werden wird. Wobei man in diesem Zusammenhang mit dem Wort „bestenfalls“ vorsichtig umgehen sollte. Schließlich speiste sich die Rendite vieler Anleihen in den letzten Jahren vor allem aus dem Preisanstieg, und nicht dem Kupon. Betrachtet man etwa 10-jährige Bundesanleihen, so verdankten sie im Schnitt der vergangenen fünf Jahre über 85 Prozent ihres Gesamtertrags dem Preisanstieg. Jetzt, wo die 10-jährigen Bundesanleihen im negativen Territorium rentieren, stellen sich dem Anleiheanleger nach unseren Prognosen zwei mögliche Zukunftsszenarien: die Zinsen verharren auf ähnlichem Niveau, womit kein Ertrag aus einem Preisanstieg winkt und die Gesamtrendite negativ bleibt. Oder aber die Zinsen bewegen sich wieder Richtung positive Renditen, was wiederum in schmerzlichen Preisrückgängen, und damit wieder in einer negativen Gesamtrendite resultiert.¹ Schöne Aussichten.

¹ Eine einigermaßen flache Zinskurve vorausgesetzt, ansonsten ergäben sich Ertragspotentiale durch das "Runterrollen" der Zinskurve. <https://dws.com/de/insights/cio-view/charts-of-the-week/cotw-2019/chart-of-the-week-20190802>

GOLD PROFITIERT VON NIEDRIGEN REALZINSEN

Egal ob es die niedrigeren Opportunitätskosten oder die trüberen wirtschaftlichen Aussichten waren, die sich in niedrigen Realrenditen widerspiegeln, den Goldpreis ließ es steigen.



Quellen: Refinitiv, DWS Investment GmbH; Stand: 23.09.2019

Wie sieht es mit den anderen Anlageklassen aus? Gold, ein nicht nur bei nervösen Anlegern beliebtes Metall in unruhigen Zeiten, zumal bei niedrigen Realrenditen (siehe Grafik), notiert auf einem 8-Jahreshoch. Der japanische Yen, gemeinhin als Fluchtwährung geführt, wertet seit rund einem Jahr auf. Und selbst die bekannteste Kryptowährung, bei dem jeder selber entscheiden kann, ob er darin ein Kriseninstrument oder ein Instrument zur Absicherung gegen Krisen sieht, hat ein starkes Jahr hinter sich. Wobei interessanter der Jahreshöchststand bereits Ende Juni erreicht wurde, also einige Wochen bevor die Konjunktursorgen gipfelten und die US-Zinskurve von 10- und 2-jährigen Treasuries erstmals seit 2007 wieder invertierte.

Und Aktien? Der S&P 500 tänzelt an seiner historischen Höchstmarke bei knapp über 3000 Punkten herum. Man kann die Bewertung sicherlich im historischen Vergleich nicht günstig nennen, und dazu kommt, dass der Konsens der Analysten² für das nächste Jahr mit einem Gewinnwachstum je Aktie in Höhe von knapp über zehn Prozent rechnet. Wir rechnen mit der Hälfte. Und während der S&P 500 heute schon beim Doppelten seines letzten Höchststandes von vor der

Finanzkrise steht, notiert der MSCI AC World ex USA Index nur dank Dividenden etwas höher als Mitte 2007. Doch auch im amerikanischen Markt kann man noch das Haar in der Suppe finden: in den vergangenen zwölf Monaten sorgten vor allem die Schwergewichte für das Kursplus: während der S&P 500 um 2,5 Prozent zulegte, verlor der Russell 2000 8,6 Prozent.³

Diese Aufzählung kann man noch um einige längerfristige strukturelle Entwicklungen erweitern: die Überalterung der Industrieländer – aber auch Chinas –, überschaubare Produktivitätsfortschritte und eine rekordhohe globale Verschuldung (319 Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIPs) im ersten Quartal) just in Zeiten, in denen die Rufe nach fiskalischen Stimulipaketen immer lauter werden. Das spricht in Summe nicht gerade für rosige Aussichten für die Kapitalmärkte in den kommenden Jahren. Man kann es auch anders ausdrücken: um eine positive Realrendite zu erwirtschaften, müsste man schon ganz schön ins Risiko gehen, wenn die 10-jährigen realen Staatsrenditen der großen Industrienationen alle im negativen Bereich liegen: Japan bei -0,7 Prozent, USA bei -0,9 Prozent und Deutschland bei sage und schreibe -2,1 Prozent.

² Refinitiv, Daten per 24.09.2019

³ Daten per 24.09.2019

Wo in so einem Umfeld die Rendite dann noch herkommen soll, dürften sich sowohl die Vermögensverwalter wie auch ihre Kunden fragen.

Doch Hände in den Schoß legen und die Dinge ihren Lauf nehmen lassen, ist natürlich keine Alternative. Schließlich gilt es auch in diesem Umfeld noch das Portfolio mit dem für den jeweiligen Bedarf optimalen Rendite-Risiko-Verhältnis zu finden. Zudem darf man nicht vergessen, dass unterhalb der Hauptindizes einiges los ist, und die ständigen Verschiebungen innerhalb und zwischen den Aktiensektoren, innerhalb der Rohstoffe und natürlich innerhalb der Rentenlaufzeiten und Ratingklassen dem aktiven Portfoliomanager einigen Spielraum lassen, dem Markt vielleicht doch etwas mehr Rendite heraus zu kitzeln. Oder aber das Portfolio gegenüber Risiken besser abzusichern. Sich zu überlegen, wie lange gewisse Anlagetrends anhalten, bevor sie korrigieren. So ist an den Aktienmärkten seit einiger Zeit quer durch alle Sektoren eine Zweiteilung der Aktienbewertungen zu beobachten.

Hier die Unternehmen, denen anscheinend mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von rund 5 nicht mehr viel zugetraut wird, und dort Unternehmen mit KGVs über 20. Die Gewinner gewinnen also dazu, die Verlierer werden weiter verkauft.

Das führte dazu, dass die Bewertungsprämie von Wachstumsaktien gegenüber Substanzwerten im Sommer mit 70 Prozent ihren bisherigen Höchststand vom Jahre 2000 noch übertraf. Die Bewertungsprämie von Momentumwerten gegenüber Substanzwerten, die Ende 2017 noch bei 30 Prozent lag, nähert sich jetzt sogar der 100-Prozent-Marke an. Die folgende Grafik stellt dar wie stark vor allem in diesem Jahr die Korrelation zwischen diesem Sektortrend und dem Verlauf der 10-jährigen US-Staatsanleiherenditen war. Dies zeigte sich auch Anfang September, als beide Kurven unvermittelt drehten. In einer der heftigsten Sektor- bzw. Stilrotationen mussten die zuvor so gut gelaufenen Momentumwerte einen ihrer größten Einbrüche binnen wenigen Tagen gegenüber den Substanzwerten hinnehmen.

NIEDRIGE ZINSEN SETZEN DEN SUBSTANZWERTEN WEITERHIN ZU

Der Gleichlauf ist nicht immer perfekt, aber dieses Jahr zeigte sich eindrücklich, wie stark Wachstums- und Momentumwerte im Gegensatz zu Substanzwerten vom Zinsrückgang profitierten.



* MSCI World Momentum Index

** MSCI World Enhanced Value Index

Quellen: Refinitiv, DWS Investment GmbH; Stand: 23.09.2019

Vermögensallokation

Trendwende? Davon gehen wir nicht aus. Nicht nur, weil schon Mitte September einige der am meisten ausgeprägten Gegenbewegungen wieder endeten. Die oben genannte Sektorrotation kam zum Stillstand und die Staatsanleiherenditen rentierten wieder schwächer, nach zwei erstaunlich starken Wochen. Wir gehen davon aus, dass die Zinsen auf Zwölf-Monatssicht seitwärts handeln und es an den Aktienbörsen auf mittlere Sicht, also zumindest solange diese Rally anhält, zu keinem Favoritenausch mehr kommt. Das heißt aber nicht, dass es kurzfristig wieder zu Situationen kommen kann, an denen die Börsenlieblinge auch wieder schwächeln.

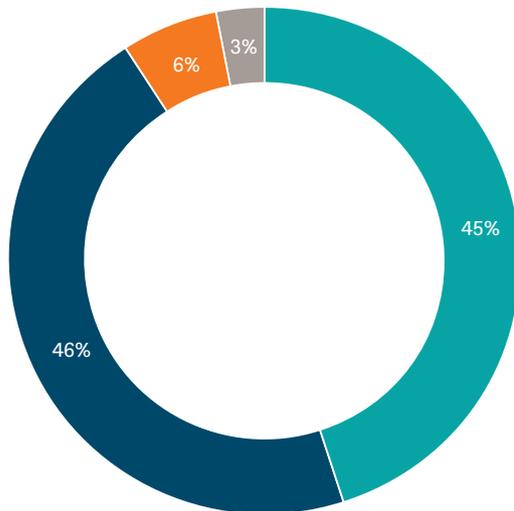
Unser Hauptszenario bleibt, dass wir nicht mit einer Rezession in den kommenden zwölf Monaten, aber auch mit keiner spürbaren Belebung der Konjunktur dynamik rechnen. In einem Zinsumfeld, welches noch länger niedrig bleiben dürfte, führt unseres Erachtens daher weiter kein Weg an Aktien vorbei. Die wacklige Konjunkturlage, sowie weiter schwer berechenbare Entwicklungen bei den Handelskonflikten oder auch dem Brexit dürften weiter für Volatilität sorgen. Unsere regionalen

Präferenzen bleiben die Industrieländer, und hier vor allem die USA und die Eurozone. Für die USA favorisieren wir Wachstums- und Qualitätswerte, in der Eurozone setzen wir auf zyklische Werte, was zur ausgeglichenen Positionierung unseres Portfolios beiträgt.

Bei Anleihen ist die Lage nach den Sitzungen der Zentralbanken vorerst zwar klarer, doch bleibt der künftige Pfad, insbesondere der Fed angesichts der stark divergierenden Meinungen in den Entscheidungsgremien, offen. Oder, um es im Zentralbanksprech zu sagen, datenabhängig. Die Suche nach positiver Rendite geht damit unvermindert weiter, was unseres Erachtens insbesondere für Staatsanleihen der Schwellenländer in Hartwährung spricht. Bei Unternehmensanleihen ziehen wir Euro-Anleihen den Dollar-Anleihen vor, nicht zuletzt, da mit der EZB jetzt wieder ein preisunsensibler Käufer im europäischen Markt aktiv ist. Als Diversifizierung haben sich bisher US-Staatsanleihen, sowie auf der Währungsseite der japanische Yen bewährt. Und für die Absicherung von Portfolios gegen Risikoereignisse könnte sich Gold angesichts der niedrigen Realrenditen anbieten.

MULTI-ASSET-ALLOKATION FÜR EUROPA

Von laufenden Trends profitieren, Chancen bewahren und gegen Risiken gewappnet sein



Aktien	45%
Aktien USA	25%
Aktien Europa	6,5%
Aktien Schwellenländer	5%
Aktien Global Style	5%
Aktien Japan	3,5%
Anleihen	46%
Euro Investment Grade	13%
Eurozone-Staatsanleihen	11%
US-Staatsanleihen	8%
Schwellenländeranleihen (in Hartwährung)	7%
Euro-Hochzinsanleihen	5%
US-Hochzinsanleihen	2%
Alternative Anlagen	6%
Rohstoffe	3%
Wandelanleihen (Euro-abgesichert)	3%
Liquidität	3%

Die hier dargestellte Vermögensaufteilung entspricht einem ausgewogenen, in Euro denominierten Modellportfolio. Sie ist nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und kann jederzeit und ohne Vorankündigung geändert werden. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar.
Quelle: Multi Asset Group, DWS Investment GmbH; Stand: 10.09.2019

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS Investment GmbH; Stand: 24.09.2019

Weiterhin ziemlich bewölkt

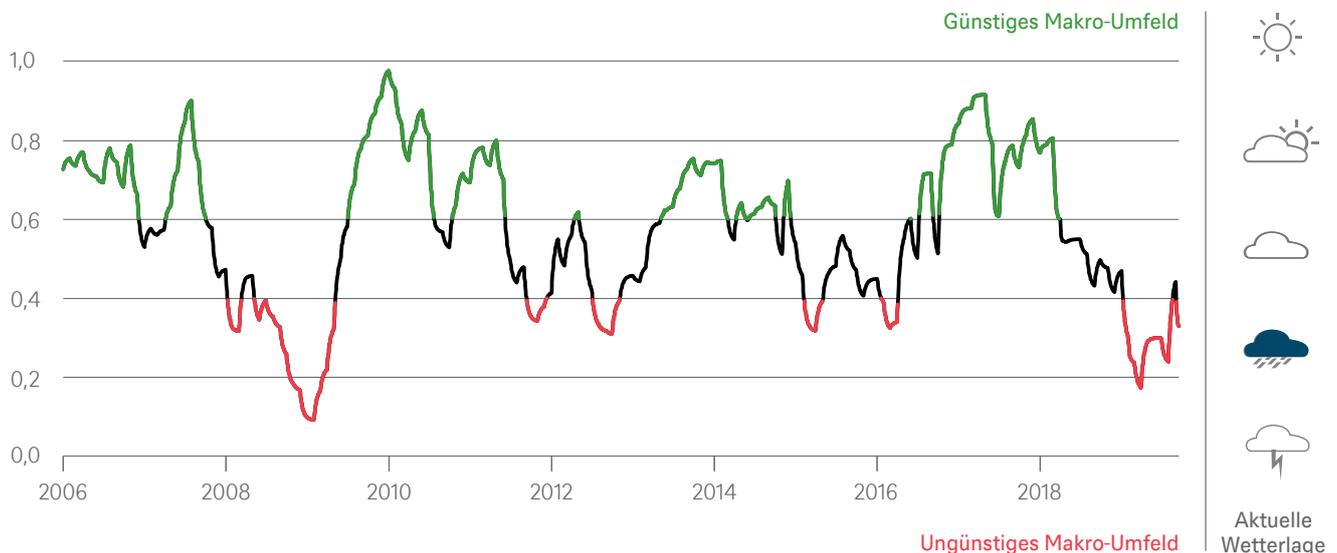
Alle drei Indikatoren zeigen eingetrübte Aussichten an.

Schon seit einiger Zeit zeigen alle drei DWS-Indikatoren beinahe einhellig ein negatives Umfeld an. Die Aufhellung zu Beginn des zweiten Quartals hat sich im Nachhinein als temporär erwiesen. Der Makro-Indikator hat sich etwas verbessert, bleibt aber den zwölften Monat in Folge im negativen Bereich. Der Surprise-Indikator zeigt an, dass die Erwartungen der Analysten das ganze Jahr 2019 überwiegend enttäuscht wurden und der Risiko-Indikator spiegelt einen geringen Risikoappetit der Investoren wider. Die fortschreitende Eskalation der Handelsstreitigkeiten zwischen den USA

und China drückt die Stimmung der Investoren. Ein Ende dieser Episode scheint momentan nicht in Sicht, allenfalls temporäre Deeskalationsschritte. Und selbst wenn zumindest der Zollstreit zwischen diesen beiden Großmächten beigelegt werden könnte, könnten sich die USA anschließend auch auf Europa einschließen. Stimmungsaufhellend an den Kapitalmärkten wirken allenfalls die erneuten quantitativen Lockerungsmaßnahmen der Zentralbanken weltweit. Unterm Strich zeigen die Indikatoren also an, wie nervös die Marktteilnehmer in Bezug auf das Wirtschaftsumfeld sind.

MAKRO-INDIKATOR / Kondensiert eine Vielzahl von konjunkturellen Daten

Der Makro-Indikator hatte sich im August wieder etwas erholt, blieb jedoch absolut im negativen Bereich und hat sich zuletzt sogar wieder etwas verschlechtert, was weiterhin eine gewisse Vorsicht gebietet. Damit ist die Makro-Indikator-Ampel nun seit 12 Monaten auf rot.

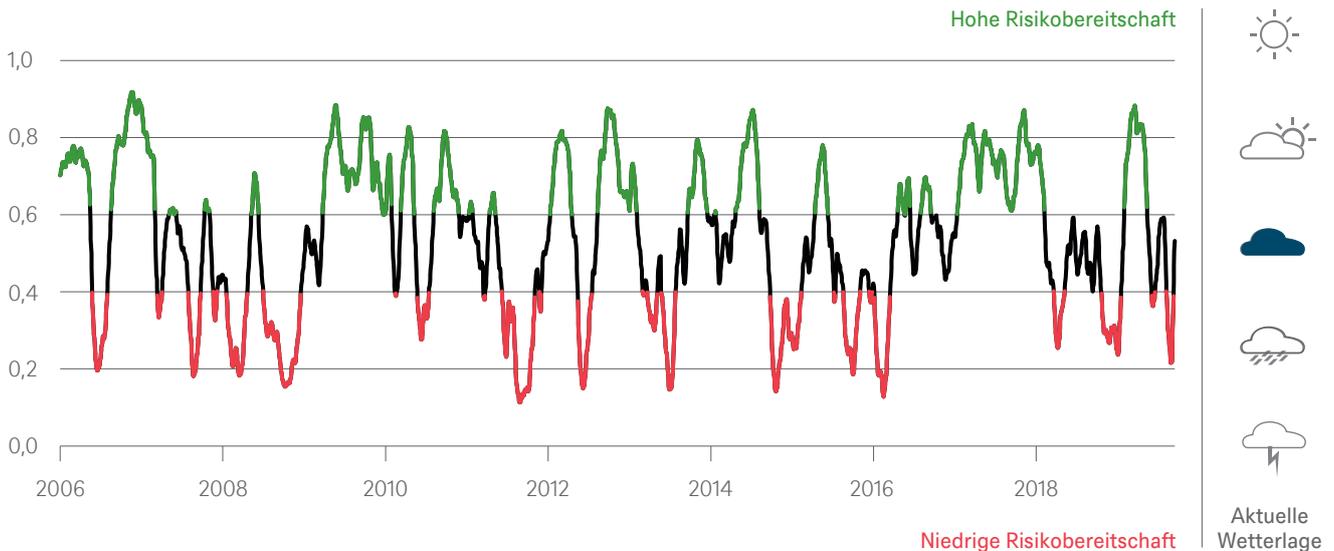


Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: 19.09.2019

Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragsersparungen erfüllt werden. DWS Investment GmbH; Stand: 19.09.2019

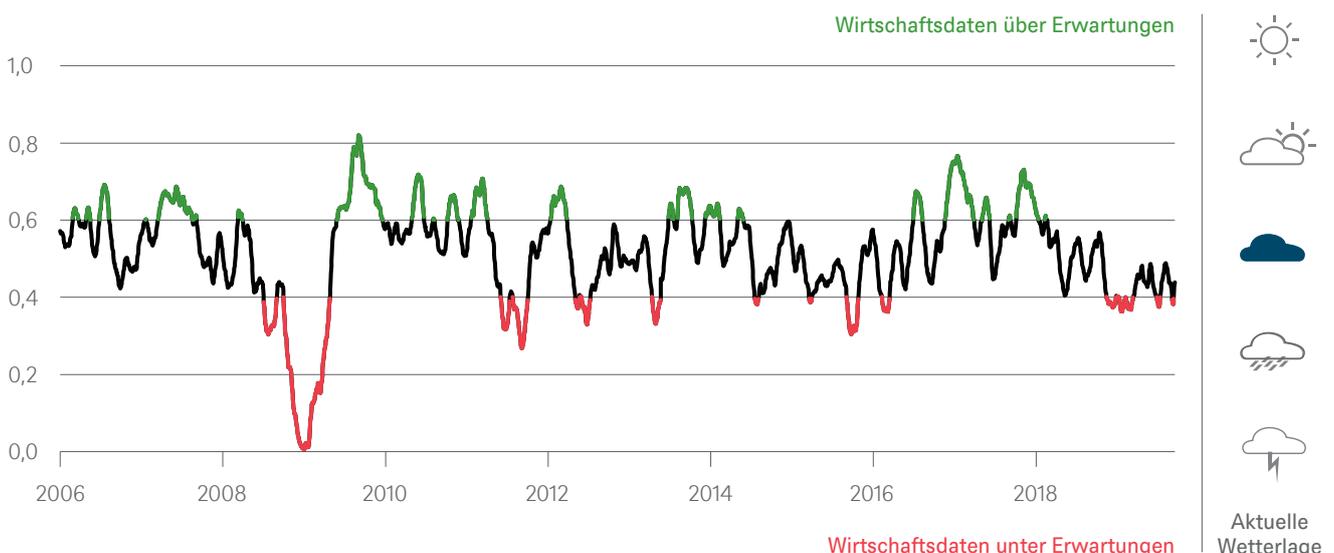
RISIKO-INDIKATOR / Gradmesser für die aktuelle Risikoneigung an den Finanzmärkten

Der Risiko-Indikator hat sich seit Jahresanfang deutlich verschlechtert. Die Eskalation im Handelskonflikt zwischen den USA und China und die seitens der USA gesetzten Fristen im Handelskonflikt zwischen den USA und Europa sind nur zwei Gründe. Dazu kommt das sich stets weiter hinziehende Brexit-Thema. Die relative Entspannung, beziehungsweise das Ausbleiben weiterer Eskalationen, zusammen mit großzügigen Zentralbanken dürfte hinter der jüngsten Erholung des Indikators stehen, der nunmehr knapp im grünen Bereich steht. Allerdings ist der jüngste Angriff auf die saudischen Ölanlagen in diesen Zahlen noch nicht enthalten.



SURPRISE-INDIKATOR / Misst die Abweichung der Konjunkturdaten von den Erwartungen

Der Surprise-Indikator notierte die überwiegende Zeit des Jahres im roten Bereich. Bei den regionalen Sub-Indikatoren waren zwischenzeitlich dennoch starke Divergenzen zu beobachten. Innerhalb der Regionen wechseln sich die negativen und positiven Werte weiterhin so häufig ab, dass sich kein konsistentes regionales Bild zeichnen lässt.



Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: 19.09.2019

Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragsersparungen erfüllt werden. DWS Investment GmbH; Stand: 19.09.2019

Klimarisiko und Asset-Allokation

Unsere neue Klimarisikobewertungsmethode hilft, die Auswirkungen des Übergangs zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft greifbar zu machen.

- _ Der Klimawandel stellt Anleger vor große Herausforderungen, schafft aber in allen Bereichen der Weltwirtschaft gleichzeitig große Anlagechancen.
- _ Am höchsten ist das Klimarisiko in den Sektoren Energie, Grundstoffe, Immobilien und Versorger.
- _ Anlagechancen konzentrieren sich vor allem in den Sektoren Informationstechnologie, Industrie aber auch Versorger.



Petra Pflaum
CIO for Responsible Investments

Der Klimawandel stellt Anleger vor große Herausforderungen – angefangen von finanziellen Verlusten durch Extremwetterereignisse bis hin zu rechtlichen Mitteln als neues Instrument zur Durchsetzung und Beschleunigung von Maßnahmen zum Klimaschutz. Gleichzeitig eröffnet der Klimawandel aber auch Anlagechancen in allen Sektoren der Weltwirtschaft.

Traditionell werden Klimarisiken in einem Portfolio mit Hilfe des CO₂-Fußabdrucks bewertet. Diese Methode weist allerdings verschiedene Schwächen auf. Nicht zuletzt kann es dauern, bis Veränderungen im Kohlenstoffausstoß eines Unternehmens in den Zahlen berücksichtigt werden. Datensätze zu Treibhausgasemissionen sind häufig aufgrund der Informationspolitik von Unternehmen lückenhaft. Deshalb wurden in den letzten Jahren die Bemühungen zu höherer Transparenz bei ESG-Daten und insbesondere bei Klimadaten verstärkt.

Zur Berücksichtigung von Klimarisiken stehen verschiedene Bewertungsmethoden für das Übergangsrisiko zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft zur Verfügung. Dazu gehört unter anderem die Methode von MSCI, ISS-Oekom und Sustainalytics. Die MSCI-Methode basiert auf der Messung der Kohlenstoffintensität. Laut MSCI stehen 20 Prozent der im MSCI All Country World Index (ACWI) erfassten Unternehmen vor großen Herausforderungen durch den Übergang zu einer koh-

lenstoffarmen Wirtschaft, unter anderem durch sogenannte „Stranded Assets“, verlorene Investitionen.¹ ISS-Oekom erstellt ein CO₂-Risiko-Rating, bei dem nicht nur die Kohlenstoffemissionen des Unternehmens berücksichtigt werden, sondern auch branchenspezifische Charakteristika. Positiv bewertet werden Unternehmen mit „sauberen“ Lösungen, während Unternehmen mit Treibhausgasemissionen in der Wertschöpfungskette negativ bewertet werden. Von Sustainalytics gibt es schließlich das CO₂-Säulen-Risikorating, das sowohl die durch die eigenen Produktionsprozesse verursachten Emissionen als auch die Emissionen der Produkte und Dienstleistungen entlang der vorgelagerten Wertschöpfungskette des Unternehmens berücksichtigt.

Aufgrund der Vielfalt der möglichen Methoden hat die DWS ein eigenes Rating für das Klimarisiko entwickelt und erprobt, um Risiken und Chancen dieser Übergangszeit herauszuarbeiten. Mit diesem Ratingsystem von A bis F, in das die neuesten Klimarisikokennzahlen von MSCI, ISS-Oekom and Sustainalytics einfließen, lassen sich Vorreiter und Nachzügler bestimmen.

So können wir mit dieser Methode einzelne Unternehmen benennen, die aus Klimarisikosicht eine führende oder hinterherhinkende Rolle spielen: Unternehmen mit hohem und äußerst hohem Klimarisiko stammen in der Regel aus den Bereichen Energie, Grundstoffe, Immobilien und Versorger,

¹ Quelle: MSCI; Kategorien und Bewertungen im Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft; Stand: März 2019.

während Unternehmen mit geringem Klimarisiko meist in den Bereichen Finanzdienstleistung, Kommunikation und Informationstechnologie tätig sind. Letzten Endes geht es bei unseren Überlegungen darum, wie sich das Klimarisiko auf das Finanzergebnis eines Unternehmens in der Praxis auswirkt. Im Grundstoffsektor können zum Beispiel durch den hohen Bedarf an Wasser und Strom im Bergbau aus physischen und finanziellen Gründen nicht unbegrenzt neue Betriebsstätten eingerichtet werden. Andererseits werden wohl neue Geschäftsmöglichkeiten entstehen, weil die Nachfrage nach Grundstoffen für bestehende oder künftige kohlenstoffarme Energieträger und industrielle Technologien steigen dürfte. Einer davon ist Kupfer, ein wichtiger Rohstoff für Elektrifizierung und höhere Energieeffizienz.

Um den hohen CO₂-Ausstoß im Verkehr zu reduzieren, verschärfen die Regierungen, besonders in Europa, ihre Vorschriften zu Kraftstoffeffizienz und Schadstoffausstoß. Hierzu gehören Normen für den Kohlendioxid- und Stickstoffoxidausstoß. Dabei können nicht nur Strafen gegen Automobilhersteller wegen nicht erreichter Grenzwerte zur Schadstoffverringerung verhängt werden. Mitunter werden Unternehmen auch dazu gezwungen werden, in neue Produktstrategien zu investieren. Durch die Kombination aus Vorschriften und Technologien dürfte letzten Endes der Verbrennungsmotor in die Ecke gedrängt werden und dem Sektor der E-Mobilität zum Durchbruch als wichtigstem Wachstumsmarkt für Automobilhersteller verholfen werden. Die Mineralölbranche wies noch 2017 eine Bedrohung durch Elektrofahrzeuge mit dem Argument, diese seien nur ein Tropfen im Ozean der Kraftfahrzeuge, weit von sich. Führende Fahrzeughersteller haben inzwischen einen Strategiewechsel eingeleitet. Laut Reuters hatten die größten Automobilhersteller der Welt bis Januar 2018 90 Milliarden Dollar für E-Mobilitätsstrategien bereitgestellt.² Laut Bloomberg New Energy Finance dürften die Umsatzsteigerungen für Elektrofahrzeuge bereits 2020 höher sein als für Fahrzeuge mit Verbrennungsmotor. Schon 2023 könnten die Umsatzzahlen für Fahrzeuge mit Verbrennungsmotor fallen.³

Bei fossilen Brennstoffen konnten Investoren bereits erste finanzielle Auswirkungen spüren, teilweise schon lange bevor die Nachfrage nach fossilen Brennstoffen ihren Höhepunkt überschritten hat. So waren zum Beispiel im globalen Kohle- und im europäischen Stromsektor in Reaktion auf neue Tech-

nologien bzw. staatliche Vorschriften deutliche Korrekturen bei den Aktienbewertungen zu beobachten. Ein Paradebeispiel sind die Aktienkurse der großen US-Kohleproduzenten, die 2011 ihren höchsten Stand erreichten, als sich die schnell wachsende Nachfrage nach Kohle zu verlangsamen begann. 2014 stagnierte die globale Nachfrage nach Kohle, und der größte US-Kohleproduzent rutschte in die Pleite.⁴ Ähnlich hatte die Stromerzeugung aus fossilen Brennstoffen in den OECD-Staaten 2007 ihren Höchststand erreicht – zu einem Zeitpunkt, als Solar- und Windkraftsysteme gerade einmal 1 Prozent der Stromerzeugung ausmachten.⁵ Kurz davor hatten auch die Aktienkurse deutscher Stromversorger einen Höchststand erreicht. Seitdem wurden Anlagen im Wert von über 150 Milliarden Dollar abgeschrieben und die Kapitalisierung des europäischen Energiesektors ist deutlich gesunken.

Zur Verbesserung unseres Asset-Allokationsprozesses wollen wir die durch den Klimawandel entstehenden Risiken verringern und gleichzeitig kohlenstoffarme Anlagemöglichkeiten nutzen. Dank unserer neuen Klimarisikobewertungsmethode können wir Klimarisikovorreiter und -nachzügler auch auf der Ebene von Untersektoren und einzelnen Unternehmen identifizieren. So gelingt es uns leichter Vorreiter in Sektoren, die auf den ersten Blick in Bezug auf das Klimarisiko weniger offensichtlich erscheinen, zu erkennen. Aus Sektorensicht ist das Klimarisiko in den Bereichen Energie, Grundstoffe, Immobilien und Versorger am größten, aber wo genau? So weisen zum Beispiel bei den Versorgern unabhängige Stromerzeuger im MSCI ACWI den größten Anteil von Betrieben mit übermäßig hohem Klimarisiko auf. Bei den Grundstoffen sind es, in dieser Reihenfolge, Baugewerbe, Metalle und Bergbau, und bei den Industriewerten sind Schiff- und Luftfahrt besonders gefährdet.

Aber wir bestimmen nicht nur die Sektoren mit hohem Klimarisiko, sondern wir können auch die Sektoren, Subsektoren und einzelne Wertpapiere identifizieren, bei denen der Klimawandel die besten Chancen bietet – Informationstechnologie, Versorger und Industrie. Innerhalb der Informationstechnologie sind es wiederum besonders die Bereiche Hardware und Kommunikation. Bei den Versorgern sind es die Wasserversorger und ein kleiner Teil unabhängiger Stromversorger, die vor allem auf erneuerbare Energien setzen, während es bei den Industriewerten die Subsektoren Elektroausrüstung und Bauproduktion sind.

² Reuters (15. Januar 2018).

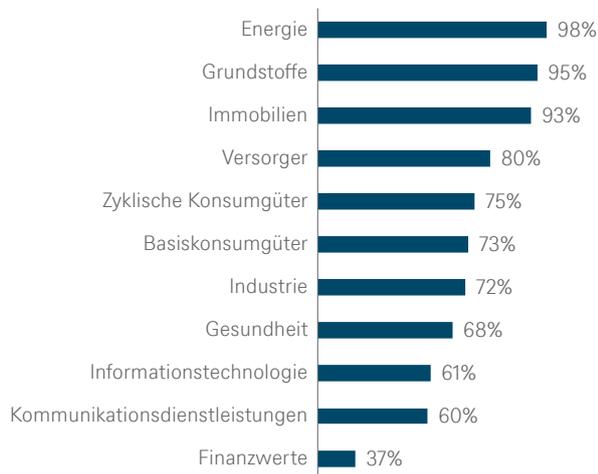
³ Bloomberg NEF (May 2019); Electric Vehicle Outlook 2019.

⁴ Nähere Einzelheiten hierzu und zu den nachfolgend erwähnten europäischen Stromerzeugern sind zu finden bei Carbon Tracker, Stand September 2018. Nach diesen Berechnungen werden fossile Brennstoffe in den 2020er Jahren ihren Höchststand erreichen – dann sollten erneuerbare Energien in der Lage sein, jegliche zusätzliche Nachfrage nach Strom zu decken.

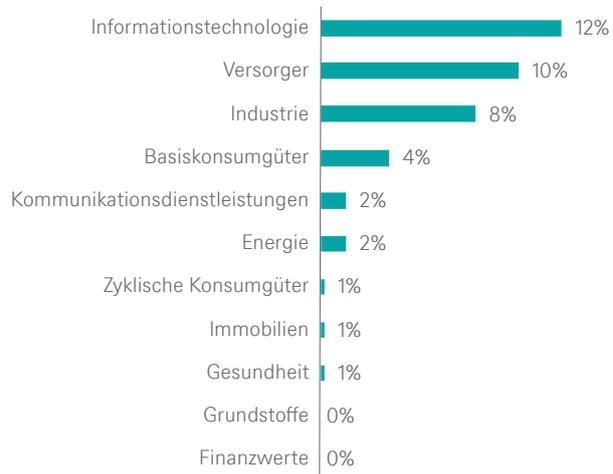
⁵ BP Statistical Review of World Energy (1965-2018).

KLIMARISIKEN UND -CHANCEN NACH SEKTOREN

Dank unserer hauseigenen Klimarisikobewertungsmethode können wir die Sektoren identifizieren, die von dem Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft am stärksten betroffen sind.



■ Anteil klimarisikobehafteter Unternehmen im Sektor (Punktzahl <50)*



■ Anteil vom Klimawandel profitierender Unternehmen im Sektor (Punktzahl >75)**

* Punktzahl <50 im DWS Klimawandel-Risiko-Rating

** Punktzahl >75 im DWS Klimawandel-Risiko-Rating

Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: 16.09.2019

5. September 2019

MAKRO / Die Risiken nehmen zu

BIP-Wachstum (in % zum Vorjahr)

Region	2019P		2020P
USA	2,3	↘	2,0
Eurozone	1,2	↘	1,1
Vereinigtes Königreich	1,3	→	1,3
Japan	0,6	↘	0,2
China	6,2	↘	6,0
Welt	3,3	↗	3,4

Haushaltsdefizit (in % des BIP)

Region	2019P		2020P
USA	4,4	↗	4,6
Eurozone	0,9	→	0,9
Vereinigtes Königreich	1,6	→	1,6
Japan	3,3	↘	2,7
China	4,8	↘	3,8

Inflation (in % zum Vorjahr)

Region	2019P		2020P
USA ¹	1,9	↗	2,0
Eurozone	1,4	→	1,4
Vereinigtes Königreich	1,9	↗	2,0
Japan	0,7	↗	1,3
China	1,7	↘	1,8

Leistungsbilanz (in % des BIP)

Region	2019P		2020P
USA	-2,7	↗	-2,6
Eurozone	3,3	↘	3,2
Vereinigtes Königreich	-4,3	↗	-3,8
Japan	3,2	↗	3,5
China	0,4	↘	0,2

Leitzinsprognosen (in %)

Region	Aktuell*		Sep 2020P
USA	2,00–2,25	↘	1,50–1,75
Eurozone	0,00	→	0,00
Vereinigtes Königreich	0,75	→	0,75
Japan	0,00	→	0,00
China	4,35	↘	4,10

Rohstoffe (in Dollar)

	Aktuell*		Sep 2020P
Rohöl (WTI)	55,4	→	54
Gold	1.498	↗	1.575
Kupfer (LME)	5.683	↗	6.300

* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand:22.08.2019

¹ Kernrate private Konsumausgaben (PCE), Dez/Dez in % (kein Durchschnitt wie bei den anderen Zahlen)

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 22.08.2019

WTI = West Texas Intermediate

LME = London Metal Exchange

Legende gilt für diese und die nächste Seite

- Aktienindizes, Wechselkurse und alternative Anlagen: Die Pfeile signalisieren, ob wir eine Aufwärtsentwicklung ↗, eine Seitwärtsentwicklung → oder eine Abwärtsentwicklung ↘ erwarten.
- Anleihen: Bei Staatsanleihen signalisiert der Pfeil die Erwartung eines ↗ Aufwärtstrends, → Seitwärtstrends, ↘ Abwärtstrends.
Bei Unternehmensanleihen, besicherten und speziellen Bonds sowie Schwellenländer-Anleihen beziehen sich die Pfeile auf einen optionsadjustierte Spread zu US-Staatsanleihen: ↗ steigender Spread, → Seitwärtsbewegung, ↘ fallender Spread.
- Die Farbe der Pfeile signalisiert das Ertragspotenzial für Long-Only-Investoren: ↗ positives Ertragspotenzial, → die Gewinnchancen, aber auch das Verlustrisiko sind eher begrenzt, ↘ negatives Ertragspotenzial.

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

DWS Investment GmbH; Stand: 22.08.2019

AKTIEN / Magere Zeiten?

	Aktuell*		Sep 2020P		Total Return (erwartet) ¹	Erwartetes Gewinnwachstum	Einfluss KGV-Veränderung	Dividendenrendite
			Prognose					
USA (S&P 500)	2.923	↗	3.000		4,7%	5%	-2%	2,0%
Europa (Stoxx Europe 600)	374	→	370		2,5%	5%	-6%	3,6%
Eurozone (Euro Stoxx 50)	3.374	→	3.300		1,5%	5%	-7%	3,7%
Deutschland (Dax) ²	11.747	→	12.000		2,2%	6%	-7%	3,3%
Vereinigtes Königreich (FTSE 100)	7.128	↗	7.100		3,5%	2%	-3%	4,8%
Schweiz (Swiss Market Index)	9.806	→	9.800		3,2%	6%	-6%	3,2%
Japan (MSCI Japan Index)	906	→	910		2,9%	-4%	4%	2,5%
MSCI Emerging Markets Index (USD)	976	↗	1.000		5,5%	7%	-4%	3,0%
MSCI AC Asia ex Japan Index (USD)	605	↗	620		5,1%	6%	-3%	2,7%

* Quellen: Bloomberg Finance L.P., FactSet Research Systems Inc.; Stand: 22.08.2019

¹ Erwarteter Total Return enthält gegebenenfalls Zinsen, Dividenden und Kursgewinne

² Performance-Index (enthält Dividenden)

ANLEIHEN / Positive Renditen werden selten

USA

	Aktuell*		Sep 2020P
US-Staatsanleihen (10 Jahre)	1,61%	→	1,75%
US-Kommunalanleihen ¹	80%	→	80%
US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen	112 bp	→	105 bp
US-Hochzinsanleihen	393 bp	→	440 bp
Besicherte Anleihen: Mortgage Backed Securities ²	50 bp	→	35 bp

Europa

	Aktuell*		Sep 2020P
Deutsche Bundesanleihen (10 Jahre)	-0,64%	→	-0,50%
UK-Staatsanleihen (10 Jahre)	0,52%	→	0,95%
EUR Investment-Grade-Unternehmensanleihen ³	120 bp	→	90 bp
EUR Hochzinsanleihen ³	370 bp	→	380 bp
Besicherte Anleihen: Covered Bonds ³	49 bp	→	45 bp
Italienische Staatsanleihen (10 Jahre) ³	195 bp	→	240 bp

* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 22.08.2019

¹ Verhältnis von 10-jährigen AAA Kommunalanleiherenditen zu 10-jährigen US-Staatsanleiherenditen

² Bloomberg Barclays MBS Forward Index

³ Spread bezogen auf deutsche Bundesanleihen

Asien-Pazifik

	Aktuell*		Sep 2020P
Japanische Staatsanleihen (10 Jahre)	-0,24%	→	-0,10%
Asiatische Unternehmensanleihen	276 bp	→	295 bp

Global

	Aktuell*		Sep 2020P
Schwellenländer Staatsanleihen	360 bp	↘	350 bp
Schwellenländer Unternehmensanleihen	349 bp	↘	350 bp

Währungen

	Aktuell*		Sep 2020P
EUR vs. USD	1,11	→	1,15
USD vs. JPY	106	→	105
EUR vs. GBP	0,90	→	0,89
GBP vs. USD	1,23	↗	1,29
USD vs. CNY	7,08	→	7,10

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 22.08.2019
bp = Basispunkte

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

DWS Investment GmbH; Stand: 22.08.2019

GLOSSAR

Basispunkt – Ein Basispunkt entspricht 1/100 Prozent

Bewertungsprämie – ist der Aufschlag, den ein Käufer bereit ist, für einen Vermögenswert im Vergleich zu anderen Vermögenswerten zu zahlen

Bloomberg Barclays Global Agg Neg Yielding Debt Market Value – Der Bloomberg Barclays Global Agg Neg Yielding Debt Market Value Index berechnet täglich den Marktwert aller ausstehender Anleihen weltweit, die eine negative Rendite ausweisen.

Brexit – Kunstwort bestehend aus „Britain“ und „Exit“ zur Beschreibung des Ausscheidens Großbritanniens aus der EU

Britisches Pfund (GBP) – Offizielle Währung des Vereinigten Königreichs, auch als Pfund Sterling bezeichnet

Bruttoinlandsprodukt (BIP) – Gesamtwert aller Waren und Dienstleistungen, die innerhalb eines Jahres in einer Volkswirtschaft erwirtschaftet werden

Bunds – Häufig verwendete Bezeichnung für deutsche Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren

Chinesischer Yuan (CNY) – Geldeinheit der chinesischen Währung Renminbi (RMB)

Coupons – Zinszahlungen einer Anleihe

Covered Bonds – Englischer Begriff für gedeckte Schuldverschreibung, Anleihen also, die einen doppelten Ausfallschutz bieten. Für eine gedeckte Schuldverschreibung haftet zum einen das ausgebende Finanzinstitut (meist eine Bank), zum anderen sind die Gläubiger durch einen Bestand an Sicherheiten gegen Verluste geschützt.

Dax – Marktkapitalisierungsgewichteter Index, der sich aus den 30 wichtigsten notierten Unternehmen Deutschlands zusammensetzt; im Gegensatz zu den meisten anderen Indizes ist der Dax ein Performanceindex, der Dividendenzahlungen beinhaltet

Diversifizierung – Veranlagung in unterschiedliche Vermögenswerte, deren Preise sich möglichst wenig und selten im Gleichschritt verändern

Dividende – Gewinnausschüttung eines Unternehmens an seine Anteilseigner

Dollar (USD) – Währungseinheit der USA

Einkaufsmanager-Index (ISM) – Fängt die Stimmung der Einkaufsmanager ein und ist ein viel beachtetes Konjunkturbarometer für die gesamtwirtschaftliche Lage

Emerging Markets – Aufstrebende Märkte der Schwellenländer

ESG (Umwelt, Soziales, Unternehmensführung) – Englische Abkürzung für „Environment, Social, Governance“; Betrachtung ökologischer und sozial-gesellschaftlicher Kriterien sowie der Art der Unternehmensführung

Euro (EUR) – Währung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion

Euro Stoxx 50 – Index, welcher die Entwicklung von 50 Standardaktien in der Eurozone abbildet

Europäische Zentralbank (EZB) – Zentralbank der Eurozone

Euroraum (Eurozone) – Umfasst die 19 Staaten der EU, in denen der Euro gesetzliches Zahlungsmittel ist: Belgien, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien

Finanzmarktkrise (2007) – Die im Jahr 2007 beginnende und sich danach verstärkende Krise an den internationalen Finanzmärkten, die zu extrem hohen Kreditausfällen und Abschreibungen auf spekulative Anlagen bei Banken und Finanzinstituten führte

Fiskalunion – Eine Fiskalunion besteht, wenn mehrere Ländereien gemeinsame Fiskalpolitik haben. Staatsausgaben und Steuern werden dann über gemeinsame Institutionen geregelt

FTSE 100 – Aktienindex, der die Aktien der nach Marktkapitalisierung 100 größten Unternehmen an der London Stock Exchange abbildet

Gesamtrendite – oder auch genannt „Total Return“ ist eine Renditekennzahl, die den Ertrag eines Investments über einen bestimmten Zeitraum angibt

Gewinnmarge – Gewinn in Relation zum Umsatz in Prozent

Goldilock-Szenario – Die Wirtschaft befindet sich in einem Stadium, in dem das Wirtschaftswachstum weder zu schnell noch zu langsam ist und dadurch weder die Gefahr einer ansteigenden Inflation durch Überhitzung noch einer Rezession besteht

Hartwährung – Währung, die als wertbeständig gilt und frei konvertierbar ist

Hochzinsanleihen (High Yield) – Werden von Emittenten mit schlechter Bonität emittiert und bieten in der Regel eine vergleichsweise hohe Verzinsung

IHS Markit – ist ein börsennotiertes Unternehmen, das Daten- und Informationsdienste für eine Vielzahl von Branchen bereitstellt.

Inflation – Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

Inversion der Zinskurve – findet statt, wenn die Zinsen für kurzfristige Anlagen höher werden als die für längerfristige Anlagen

Investment-Grade-Anleihen (IG-Anleihen) – Englischer Oberbegriff für jene Anleihen, die von Kredit-Ratingagenturen als wenig ausfallgefährdet eingeschätzt werden, und somit mindestens eine mittlere Bonität genießen

Japanischer Yen (JPY) – Japanische Währung

Korrelation – Statistische Kennzahl, die die Abhängigkeit zweier Zufallsvariablen misst

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) – Aktienkurs dividiert durch den Gewinn pro Aktie; bei Aktienindizes: Marktkapitalisierung des Index dividiert durch die Summe der Unternehmensgewinne

Momentum – Beschreibt in einem festgelegten Zeitraum die Stärke einer Kursbewegung. Momentum-Investoren gehen davon aus, dass auf ein starkes Wachstum weitere Gewinne folgen werden

Mortgage-backed security (MBS) – Englischer Begriff für hypotheckenbesicherte Wertpapiere

MSCI AC Asia ex Japan Index – Aktienindex, der große und mittelgroße börsennotierte Unternehmen in zwei Industrie- und acht Schwellenländern Asiens unter Ausschluss von Japan abbildet

MSCI AC World ex USA Index – Aktienindex, der Unternehmen aus 22 Industrie- und 23 Entwicklungsländern unter Ausschluss der USA enthält

MSCI AC World Index – Aktienindex, der Unternehmen mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung aus 23 Industrie- und 24 Schwellenländern enthält

MSCI ACWI Growth Index – Aktienindex, der Unternehmen mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung aus 23 Industrie- und 26 Schwellenländern enthält, welche als Wachstumsaktien (engl. „growth stocks“) klassifiziert werden

MSCI ACWI Value Index – Aktienindex, der Unternehmen mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung aus 23 Industrie- und 26 Schwellenländern enthält, welche als Substanzaktien (engl. „value stocks“) klassifiziert werden

MSCI Emerging Markets Index – Aktienindex, der große und mittelgroße notierte Unternehmen aus 23 Schwellenländern abbildet

MSCI Japan Index – Aktienindex, der große und mittelgroße notierte Unternehmen Japans abbildet

MSCI USA Index – Aktienindex, der große und mittelgroße notierte Unternehmen der USA abbildet.

MSCI World Enhanced Value Index – Aktienindex, der Unternehmen mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung aus 23 Industrieländern enthält, welche als Substanzwerte charakterisiert sind.

MSCI World Momentum Index – Aktienindex, der Unternehmen mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung aus 23 Industrieländern enthält, welche ein hohes Preis-Momentum aufweisen

Nominal – ist in der Wirtschaftswissenschaft eine nicht inflationsbereinigte Größe.

Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) – Internationale Organisation mit 34 Mitgliedstaaten, die sich der Demokratie und Marktwirtschaft verpflichtet fühlen

Peripherie – Länder der Eurozone, die in ihrer wirtschaftlichen Entwicklung den Ländern Kerneuropas (wie Deutschland oder die Niederlande) hinterherhinken. Neben Irland und Portugal

sind dies ans Mittelmeer grenzende Länder wie Griechenland, Italien und Spanien

PMI – Purchasing Managers Indizes werden für einzelne Länder und Regionen ermittelt und gelten als wichtige Frühindikatoren für die wirtschaftliche Aktivität. Sie bilden in einer monatlichen Umfrage die Meinung der Einkaufsmanager zur derzeitigen Entwicklung ab

Rating – Standardisierte Beurteilung der Bonität des Emittenten und seiner Schuldtitel durch spezialisierte Agenturen; die drei größten Ratingagenturen sind Moody's (Ratings von Aaa über Baa1 bis zu C, das beste bis zum schlechtesten Rating), S&P (AAA über BBB+ b

Realrendite – Die Realrendite errechnet sich, indem man von den Nominalrenditen die Inflation abzieht.

Realzins – Zinssatz, der die Verzinsung bzw. Wertveränderung eines Vermögenswertes angibt unter Berücksichtigung der Preisveränderungsrate

Rendite – Verhältnis der Auszahlungen zu den Einzahlungen einer Investition

Rezession – Phase, in der die Wirtschaftsleistung zwei Quartale hintereinander im Vergleich zu den Vorquartalen nicht wächst oder zurückgeht

Russell 2000 – US-amerikanischer Nebenwerteindex, der die 2.000 kleineren Werte des Russell-3000-Index abbildet

S&P 500 – Marktkapitalisierungsgewichteter Index, der die 500 führenden börsennotierten Unternehmen der USA abbildet

Schwellenländer (Schwellenmärkte) – Länder auf dem Weg zur Industrialisierung

Spread – Renditedifferenz als Indikator für das erhöhte Risiko eines Investments im Vergleich zu Anlagen bester Bonität

Stoxx Europe 600 – Aktienindex europäischer Unternehmen aus dem Large-, Mid- und Small-Cap-Segment

Substanzwerte – Aktien von Unternehmen, die nah an ihrem Buchwert notieren

Swiss Market Index (SMI) – Bedeutendster Aktienindex der Schweiz, umfasst die 20 liquidesten und größten Unternehmen aus den Large- und Mid-Cap-Segmenten

Underperformance – Entsteht, wenn der Wertzuwachs einer Anlage hinter dem eines Referenzwerts (meist ein Index) zurückbleibt

Unternehmensanleihe – Ist eine Anleihe eines emissionsfähigen Unternehmens. Diese Schuldverschreibungen sind eine Alternative zur herkömmlichen Kreditaufnahme bei Banken und stellen den Zugang zu Liquidität sicher.

US Federal Reserve (Fed) – Zentralbank der USA

US Treasuries – US-amerikanische Staatsanleihen

Volatilität – Statistisches Schwankungsmaß, welches, auf Indizes angewendet, häufig herangezogen wird, um das in Kapitalmärkten inhärente oder angenommene Risiko zu quantifizieren

Wachstumsaktien – Wachstumsaktien sind Aktien von Unternehmen, die voraussichtlich für einen bestimmten Zeitraum deutlich stärker als der Marktdurchschnitt wachsen werden

West Texas Intermediate (WTI) – Eine Rohöl-Sorte, die als Benchmark für den Ölpreis herangezogen wird

Wirtschaftszyklus (Konjunkturzyklus) – Wellenartige Bewegung der Leistung einer Volkswirtschaft

Zentralbank – ist für die Geld- und Währungspolitik eines Währungsraums verantwortlich

Zinskurve – Grafische Darstellung der annualisierten Verzinsungen von Rentenpapieren über verschiedene Laufzeiten

WERTENTWICKLUNGEN / Überblick

Wertentwicklung der vergangenen 12-Monats-Perioden (in %)

	08/14 – 08/15	08/15 – 08/16	08/16 – 08/17	08/17 – 08/18	08/18 – 08/19
Asiatische Unternehmensanleihen	2,1%	10,2%	2,4%	-0,9%	10,9%
Besicherte EUR-Anleihen: Covered Bonds	2,1%	3,7%	-1,0%	0,4%	4,9%
Besicherte US-Anleihen: Mortgage Backed Securities	2,7%	3,9%	0,8%	-0,5%	7,1%
Dax	8,3%	3,2%	13,8%	2,6%	-3,4%
Deutsche Bundesanleihen (10 Jahre)	2,3%	8,0%	-2,0%	1,2%	8,5%
EUR Hochzinsanleihen	2,0%	6,8%	6,4%	1,2%	4,8%
EUR Investment-Grade-Unternehmensanleihen	0,4%	6,7%	0,6%	0,0%	6,7%
Euro Stoxx 50	5,7%	-4,8%	16,1%	1,8%	3,8%
FTSE 100	-5,0%	13,0%	14,0%	4,1%	1,4%
Italienische Staatsanleihen (10 Jahre)	4,7%	9,0%	-3,3%	-6,6%	22,1%
Japanische Staatsanleihen (10 Jahre)	2,0%	3,8%	-0,4%	-0,5%	3,6%
MSCI AC Asia ex Japan Index	-16,1%	12,9%	24,8%	2,8%	-6,3%
MSCI AC World Index	-5,8%	7,9%	17,8%	12,0%	0,3%
MSCI Emerging Market Index	-22,9%	11,8%	24,5%	-0,7%	-4,4%
MSCI Japan Index	4,2%	2,9%	13,7%	9,0%	-5,6%
S&P 500	0,5%	12,6%	16,2%	19,7%	2,9%
Schwellenländer Staatsanleihen	-3,0%	14,8%	4,5%	-4,6%	13,1%
Schwellenländer Unternehmensanleihen	-1,1%	10,9%	5,8%	-1,4%	11,8%
Stoxx Europe 600	9,4%	-1,9%	12,5%	5,7%	3,0%
Swiss Market Index	5,0%	-3,7%	12,4%	4,0%	14,0%
UK-Staatsanleihen (10 Jahre)	5,4%	12,3%	-1,0%	-1,1%	9,2%
US-Hochzinsanleihen	-2,9%	9,1%	8,6%	3,4%	6,6%
US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen	-0,4%	9,1%	1,9%	-1,0%	13,0%
US-Staatsanleihen (10 Jahre)	3,4%	7,0%	-1,4%	-3,1%	13,7%

Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 30.08.2019

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

DWS Investment GmbH; Stand: 30.08.2019

Wichtige Hinweise

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, simuliert oder tatsächlich realisiert, sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

DWS Investment GmbH. September 2019

Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

CRC 070914 (09/19)

