



# IO VIEW

Juni 2019

12-MONATSAUSBLICK  
AUF KONJUNKTUR UND MÄRKTE



# Inhalt

## Letter to Investors

Vom Handelsstreit zum Handelskrieg. Und zurück? ..... 4

## Makro

Zunehmend fragil ..... 6

## Renten

Die Wende von der (Zins-)Wende ..... 9

## Aktien

Nichts als Ärger ..... 12

Bewertungen im Überblick ..... 15

## Alternative Anlagen

Das Beste aus beiden Welten? ..... 17

## Multi Asset

Risiko raus, Pulver bereithalten ..... 20

Indikatoren: Unruhige Großwetterlage ..... 24

## ESG

Europas grüne Welle ..... 26

## Prognosen

Prognosen zu Wirtschaft und Märkten ..... 28

## Glossar

Zusammenfassung zentraler Begriffe aus dem CIO View ..... 30

# Vom Handelsstreit zum Handelskrieg. Und zurück?

Der USA-China-Streit lastet auf unserem strategischen Ausblick, auch wenn die wirtschaftlichen Auswirkungen zunächst gering sind.

“ Der Handelskrieg entwickelt eine solche Eigendynamik, dass wir fürchten, er könne den Akteuren aus der Hand gleiten. Die bisher eingeleiteten Maßnahmen dürften bereits eine Menge noch unbekannter unbeabsichtigter Folgen nach sich ziehen. Dieses Thema überschattet unsere Prognosen. “

Stefan Kreuzkamp  
Chief Investment Officer



Wem „Handelskrieg“ als prägendes Wort des Monats Mai zu abgegriffen ist, kann auf „Retaliation“ ausweichen. Zu Deutsch: Vergeltungsmaßnahmen. Es steht sinnbildlich für die neue Eskalationsstufe, die der amerikanisch-chinesische Handelsdisput erreicht hat. Eine Einigung in naher Zukunft, mit der der Markt im April noch gerechnet hatte, ist nun in weite Ferne gerückt. Die Position der Amerikaner hat verdeutlicht, dass es in diesem Konflikt nicht nur um Importtarife und Handelsüberschüsse geht, sondern um die globale technologische Vorherrschaft. Zudem haben beide Seiten zuletzt mit Worten und Taten dazu beigetragen, eine gesichtswahrende Deeskalation zu erschweren: Eindeutige Worte auf chinesischer Seite<sup>1</sup> und unzweideutige Provokationen auf US-Seite<sup>2</sup>. Auch Donald Trumps Interessenlage spricht gegen eine kurzfristige Lösung: Der Präsident darf sich mittlerweile höhere Chancen auf eine Wiederwahl ausrechnen, wenn der Konflikt weiter schwelt und er eine harte Linie gegen China fährt. Zumal es mittlerweile parteiübergreifender und gesellschaftlicher Konsens zu sein scheint, die Daumenschrauben gegenüber China nicht mehr zu lockern.

Es ist also nicht auszuschließen, dass 2019 als Jahr in die Geschichtsbücher eingehen wird, in dem die USA und China

erstmals mit offenem Visier um die globale Vormachtstellung kämpften. Dieser Sichtweise würde eine zunehmende Zahl von Politikern in Washington und Peking wohl nicht mehr widersprechen. Aber was denken die Kapitalmärkte? Ende Mai handelten einige Börsen, trotz Abverkauf in den letzten Tagen des Monats, immer noch in Sichtweite zu ihren bisherigen Höchstständen. Spricht aus dieser Gelassenheit Wunschenken? Oder drückt sie aus, dass der politische Lärm auch hier weit über dem wirtschaftlichen Schaden liegen könnte? Bei allem Segen des Welthandels darf man nicht übersehen, dass ein Rückgang im selbigen zunächst nur eine deutlich geringere Auswirkung auf das globale Wirtschaftsvolumen hat. Schließlich werden die meisten Warenströme nur umgelenkt. Und ausgerechnet für China und die USA, mit einem Außenhandelsbeitrag zum Bruttoinlandsprodukt von nur 20 bzw. 13 Prozent, könnte dieser Disput geringere Auswirkungen haben als für offenere Wirtschaften wie Südkorea oder Deutschland. Aktienseitig kann es natürlich einzelne Sektoren und Firmen negativ treffen, wie sich bereits gezeigt hat. Aber auf Makroebene? Auch wenn wir eine langfristige politische Lösung für zunehmend unwahrscheinlich halten, beeinträchtigt das unsere globalen Wachstumsprognosen für die kommenden zwölf Monate zunächst nur geringfügig.

<sup>1</sup> „Einmischung in die Souveränität Chinas“, „Angriff auf die Ehre“, Bereitmachen für den „new Long March“, siehe zum Beispiel <https://www.scmp.com/news/china/diplomacy/article/3011832/arrogant-demands-us-invade-chinas-economic-sovereignty-state>

<sup>2</sup> Zahlreiche Sanktionen gegen einzelne chinesische Firmen; Aufstockung der US-Repräsentanz in Taiwan.

Doch es sind weniger die direkten Auswirkungen bisheriger und potenziell weiterer Sanktionen, die uns Sorgen bereiten, als vielmehr die indirekten Auswirkungen – etwa auf das Vertrauen der Verbraucher und Unternehmen. Insbesondere das verarbeitende Gewerbe, für welches die Daten schon seit Monaten schlechter hereinkommen, bekommt die Folgen des Handelsdisputs zu spüren. Die Verbraucher wiederum verbleiben vorerst in guter Kauflaune, was sich jedoch ändern könnte, sollten immer mehr Verbraucherpreise von Tarifierhöhungen betroffen sein. Ein anderer indirekter Wirkungskanal sind die Finanzierungskonditionen. Diese könnten sich aufgrund höherer Risikoprämien verschlechtern, was sich auch in schwächeren Börsen niederschlagen würde. Wer optimistisch bleiben will, der könnte einem Markteinbruch aber auch etwas Positives abgewinnen. Schließlich erwies sich der Stand der US-Börsen bisher noch als wirksamstes Korrektiv der unorthodoxeren Vorhaben des US-Präsidenten. Man könnte es den Trump-Put nennen.<sup>3</sup>

Was bedeutet das für unsere Prognosen? Unser Grundbild von der Wirtschaft bleibt insgesamt optimistisch. Wir sind nur etwas vorsichtiger geworden und haben unsere globale Wachstumsprognose für das laufende Jahr um 0,1 auf jetzt 3,4 Prozent reduziert. Gleichzeitig rechnen wir mit keiner weiteren Zinserhöhung der US Federal Reserve (Fed) und mit weiterhin nur moderatem Inflationsdruck. Damit wären wir wieder nah an den Idealbedingungen für Kapitalmärkte, gern auch als „Goldilock-Szenario“ bezeichnet. Allerdings hüten wir uns davor, euphorisch zu werden, nicht nur aufgrund des beschriebenen Handelskriegs. In Europa bleiben Brexit, Italien und Populismus zentrale Themen; China muss seine Wirtschaft einmal mehr mit Stimuliprogrammen stützen und die Verschuldungslage in China oder auch im amerikanischen

Unternehmenssektor ist nicht krisenfester geworden. Daher denken wir, dass unser Hauptszenario mit höherem Risiko als in der Vergangenheit belegt ist. Für die kommenden Monate gehen wir von nervösen Märkten aus. Wir legen den Fokus auf Carry, also die Einkommenskomponente der Anlagen, und nicht auf Bewertungssteigerungen.

Für die einzelnen Anlageklassen heißt das: Bei Staatsanleihen sehen wir in den USA keine, und in Europa nur geringe Renditeanstiege, nachdem die Zentralbanken hier in toto eine vorsichtigere Gangart angekündigt, und teils bereits umgesetzt haben. US Treasuries bieten damit weiter ein gutes Risiko-Rendite-Profil. Für europäische Staatsanleihen gilt das angesichts der niedrigen, oder gar negativen Zinsen nicht, allerdings sollten auch sie Schutz vor extremen Markteinbrüchen bieten. Unternehmensanleihen mögen wir vor diesem Hintergrund weiterhin, gehen im US-Hochzinsbereich aber sehr selektiv vor. Schwellenländeranleihen sehen wir ebenfalls weiter positiv, doch die Handelsstreitigkeiten könnten kurzfristig auch hier belastend wirken. Beim Dollar gehen wir weitgehend von einem Seitwärtstrend in den folgenden zwölf Monaten aus. Beim Yuan wiederum würde ein Rückgang der Exportüberschüsse zwar zu einer weiteren Schwächung führen, allerdings gehen wir davon aus, dass Peking kein Interesse hat, ihn allzu stark abwerten zu lassen. Aktien profitieren naturgemäß von einem Umfeld niedrigerer Zinsen, allerdings glauben wir, dass die meisten Indizes nach der Frühlingssally nah an ihre fairen Stände herangekommen sind. Unsere Kurspotenziale sind mit die niedrigsten, die wir seit der Finanzkrise ausgerufen haben. Unsere regionalen Präferenzen liegen in den USA und den Schwellenländern.

Unseren 12-Monats-Ausblick in Zahlen finden Sie in unseren „Prognosen“ (Seite 28).

<sup>3</sup> In Anlehnung an den sogenannten Greenspan-Put, mit dem das entschiedene Handeln des Fed-Präsidenten Alan Greenspan nach dem Börsencrash im Oktober 1987 bezeichnet wird, durch das er den Investoren versicherte, dass die Fed in Krisenzeiten entschlossen agieren würde.

## Zunehmend fragil

**Immer mehr Wolken am Weltwirtschaftshimmel. Eskalierende Handelsspannungen könnten weitere Korrekturen nach unten auslösen.**

- \_ Durch die jüngsten Handelsmaßnahmen werden genau die Technologiebereiche geschwächt, denen die USA ihre wirtschaftliche Dynamik verdanken.
- \_ Wir hoffen weiterhin, dass letzten Endes ökonomische Vernunft und Eigeninteresse siegen werden.
- \_ Bislang haben wir unsere Wachstumsprognosen nur sehr leicht nach unten korrigiert, aber leider ist das Wachstum nicht die einzige Sorge der Märkte.



Johannes Müller  
Head of Macro Research

Schon bei den ersten protektionistischen Maßnahmen der Regierung Trump warnten wir davor, dass angespannte Handelsbeziehungen in einen erbitterten Handelskrieg münden könnten. Noch ist es zu früh um zu sagen, ob die Entscheidungsträger im letzten Moment die Reißleine ziehen werden. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Wachstumsprognosen bislang nur moderat korrigiert. Das US-Bruttoinlandsprodukt (BIP) dürfte 2019 um 2,5 und 2020 um 2 Prozent wachsen. Für die Eurozone gehen wir von 1,2 Prozent, für China von 6 Prozent aus (für beide Jahre).

Unter der Oberfläche tut sich trotzdem einiges. Im ersten Quartal 2019 erholte sich die Wirtschaft wesentlich kräftiger als erwartet. Besonders in China und in Deutschland mehrten sich zum Jahresbeginn positive Anzeichen – und diese Dynamik wird sich nicht einfach in Luft auflösen. In China zeigen die fiskalischen Gegenmaßnahmen erst jetzt Wirkung, und zumindest für 2019 erscheinen die Risiken für unsere Wachstumsprognose von 6 Prozent weitgehend ausgewogen.

In den USA unterstreichen robuste Arbeitsmarktdaten unsere Einschätzung, dass die Wachstumsverlangsamung maßvoll sein wird. Die US-Notenbank (die Fed) scheint dies ähnlich zu sehen und macht keine Anstalten, an der Zinsschraube zu drehen. In den nächsten zwölf Monaten dürfte die Fed unserer

Einschätzung nach die Zinsen weder erhöhen noch senken. Darüber hinaus stehen die Chancen jetzt gut, dass wir den Gipfel des US-Zinszyklus erreicht haben.

Nun sind zwölf Monate in einem so volatilen Umfeld natürlich ein ziemlich langer Prognosezeitraum. Die Zollpolitik der US-Regierung, etwa gegenüber Mexiko, ändert sich täglich. Damit wären wir zurück bei den Handelsstreitigkeiten und den Gründen, warum wir sie – schon vor einem Jahr – für so besorgniserregend hielten. Denn die unmittelbaren Auswirkungen von Zöllen auf das BIP-Wachstum sind nur eine von vielen Handelssorgen an den Finanzmärkten.

Der Handel mit Fertigwaren und Dienstleistungen erlaubt den Ländern, sich zu spezialisieren. Beinahe zwei Jahrhunderte Wirtschaftsgeschichte belegen, dass diese Spezialisierung in der Regel für alle beteiligten Länder von Vorteil ist. Das trifft auch dann zu, wenn ein Land in der Produktion aller Fertigwaren und Dienstleistungen „besser“ ist. Durch den Handel können alle beteiligten Länder die vorhandenen Ressourcen, einschließlich Land, Arbeitskräfte und Kapital, effizienter nutzen.

Nehmen wir einmal an, dass in Österreich sowohl Kartoffeln als auch Weizen besser wachsen als in Tschechien. Durch den Handel kann die Lebensmittelproduktion insgesamt dennoch

gesteigert werden, wenn Tschechiens Wettbewerbsnachteil bei einem dieser Produkte vergleichsweise geringer ist als beim anderen. Nun sind bei den meisten Waren und Dienstleistungen die Qualität des Bodens und das Klima weniger ausschlaggebend als gut ausgebildete Arbeitskräfte. Wo diese sind, siedeln sich mehr Unternehmen an, die wiederum mehr Arbeitskräfte benötigen. Ein positiver Kreislauf entsteht. In unserem Beispiel könnten sich in Tschechien hocheffiziente Industriecluster bilden, eben weil es sich für die Agrarwirtschaft als weniger geeignet erwiesen hat.

Der Haken an der Sache ist, dass Volkswirtschaften durch die hohe Spezialisierung äußerst sensibel auf geschichtliche Einschnitte oder geopolitische Ereignisse reagieren. Die Folgen können dramatisch und langfristig sein, wie das Beispiel von Österreich und Tschechien zeigt, als vor beinahe genau hundert Jahren die Habsburgermonarchie unterging. Durch neue Handelsbarrieren verloren die hoch effizienten tschechischen Betriebe von einem Tag auf den anderen viele ihrer Absatzmärkte. Dies wirkte sich unmittelbar negativ auf Wachstum und Inflation aus. Noch gravierender war aber, dass sich viele unter der Prämisse eines freien Handels getätigte Investitionen in den beiden jetzt unabhängigen Staaten als Fehlallokation entpuppten.

Die heutige wirtschaftlich eng miteinander verflochtene Welt scheint noch verletzlicher zu sein als vor hundert Jahren. Der Grund liegt darin, dass sich die Länder heute immer weniger auf einzelne Fertigprodukte und Dienstleistungen spezialisieren, sondern auf bestimmte Zwischenschritte in der Lieferkette. Ein „chinesisches“ Smartphone wird zwar vielleicht in China entwickelt und zusammengebaut – es benötigt aber ein US-Betriebssystem und Bauteile aus der ganzen Welt. Ein „US-Konkurrenzprodukt“ wurde vielleicht nur im Silicon Valley entwickelt, aber in China zusammengebaut und von einer Londoner Werbefirma vermarktet.

Diese komplexen Verflechtungen müssten Politiker eigentlich abschrecken, die globalen Lieferketten zu gefährden. Die aktuelle Handelspolitik schwächt aber genau die Technologiebereiche, denen die USA ihre wirtschaftliche Dynamik verdanken. Vielleicht führt das ja doch noch zum Einlenken in Washington. Wir haben die Hoffnung noch nicht gänzlich aufgegeben, dass letzten Endes ökonomische Vernunft und Eigeninteresse siegen werden.

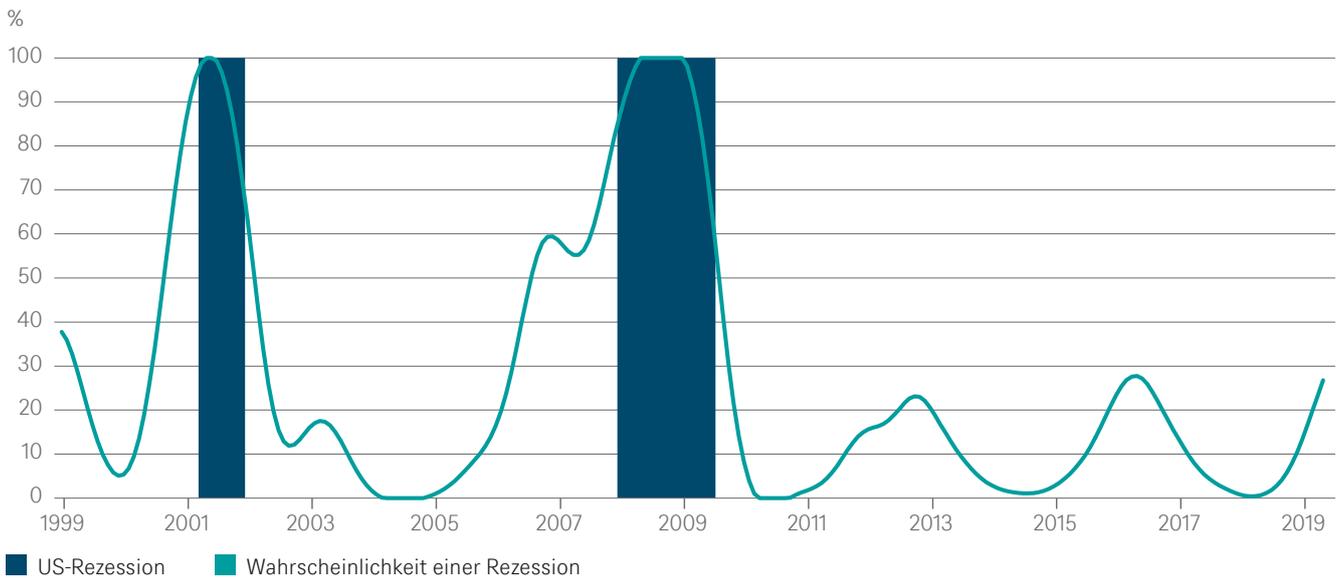
Leider liegt es in der Natur von Handelskriegen, dass sie nationalistischen und chauvinistischen Strömungen Auftrieb geben – genauso wie richtige Kriege. Die ersten Schüsse fallen in der Hoffnung auf einen schnellen Sieg. Und bevor die Entscheidungsträger wissen, worauf sie sich einlassen, stecken beide Seiten in den Schützengräben fest und sehen keinen politisch umsetzbaren Weg, wieder herauszukommen. Im Konflikt zwischen den USA und China scheinen wir uns schnell dem Punkt zu nähern, an dem es für beide Parteien unmöglich ist, in absehbarer Zeit gesichtswahrende Kompromisse zu finden. Zölle sind schlimm genug, aber Ökonomen haben zumindest verschiedene Möglichkeiten, ihre Auswirkungen zu quantifizieren. Nichttarifäre Handelshemmnisse, wie Schwarze Listen für Unternehmen, sind schlimmer.

Wer wird also am stärksten leiden? Bei den US-Zöllen liegt die unmittelbare Antwort auf der Hand. Ein kürzlich vom National Bureau of Economic Research veröffentlichtes Arbeitspapier analysierte die Auswirkungen der ersten US-Zölle 2018. Die seien „beinahe vollständig auf die Inlandspreise aufgeschlagen worden, sodass die gesamte Last der Zölle bislang von den amerikanischen Verbrauchern und Importeuren getragen wird, ohne sich auf die von den ausländischen Exporteuren erzielten Preise auszuwirken“.<sup>1</sup> Wesentlich besorgniserregender sind da nur noch die längerfristigen Schäden.

<sup>1</sup> Amiti, M.; Redding, S.; Weinstein, W. (2019) „The Impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare“, NBER Working Paper No. 25672, online: <https://www.nber.org/papers/w25672>; Hingewiesen wird auf die relativ dünne Datenlage und dass „der Handelskrieg der Regierung Trump ein Echtzeitexperiment zur Bewertung der Auswirkungen handelspolitischer Maßnahmen“ ist. „Dies erinnert daran, dass auch ganz normale Zölle auf längere Sicht unerwartete Auswirkungen haben können – und das ist einer der Gründe, warum sie in den letzten Jahrzehnten bei klugen Politikern zunehmend an Beliebtheit verloren haben.“

### UNSER US-REZESSIONSINDIKATOR GIBT FRÜHWARNZEICHEN

Der von der DWS entwickelte US-Rezessionsindikator schlägt seit Jahresbeginn stark aus. Derzeit liegt die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den kommenden zwölf Monaten bei etwa 25 Prozent.



Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: 30.05.2019

## Die Wende von der (Zins-)Wende

**Kaum sind Zinserhöhungen vom Tisch, setzt der Markt schon Zinskürzungen aufs Menü. Zu früh, wie wir denken.**

- Zinserhöhungen sind vorerst vom Tisch. Der Markt rechnet für die USA mit Zinskürzungen noch in diesem Jahr. Wir nicht.
- Wir erwarten bei den meisten Staatsanleiherenditen Seitwärtsbewegungen. Damit sind US-Papiere hier wieder interessant.
- Ansonsten konzentrieren wir uns auf Unternehmens- und Schwellenländeranleihen mit attraktiver Rendite.



Jörn Wasmund  
Head of Fixed Income/Cash

**Z**inswende. Ein Wort, das gerne bemüht wird, um europäischen Sparern und Banken mit hohem Privatkundengeschäft Mut zu machen. Wie sieht es aus mit dieser Wende? Viele hatten sie wohl bereits im Sommer 2016 erwartet, rund ein halbes Jahr nachdem die Federal Reserve (Fed) ihren Zinserhöhungszyklus begann. Und tatsächlich, die Renditen auf beiden Seiten des Atlantiks nahmen an Fahrt auf: bei 10-jährigen US Treasuries erhöhten sie sich von 1,35 auf 3,23 Prozent (Dezember 2018) und die Bundrenditen gingen von -0,2 auf ganze 0,77 Prozent (August 2018) hoch. Damit brachen die US-Renditen sogar kurzfristig aus ihrem bald 35-jährigen Abwärtstrendkanal aus.

Doch schon bald war es den Renditen Wende genug, sie legten alsbald wieder den Rückwärtsgang ein. Gründe für die erneute Talfahrt waren schnell ausgemacht: schwächere Wirtschaftszahlen und Stimmungsindikatoren, denen dann noch eine Kehrtwende der großen Zentralbanken folgte. Die Konjunktursorgen spiegeln sich in zwei Daten gut wieder: Banken und Broker haben ihre globale Wachstumsprognose für 2019 von 3,7 Prozent im Juli 2018 auf nunmehr 3,3 Prozent reduziert. In etwa der gleichen Zeit hat der Ölpreis rund ein Drittel an Wert verloren. Da auch die Inflationserwartungen in dieser Periode in den meisten Ländern wieder rückläufig waren, kommt der Rückgang der Staatsanleiherenditen nicht völlig überraschend.

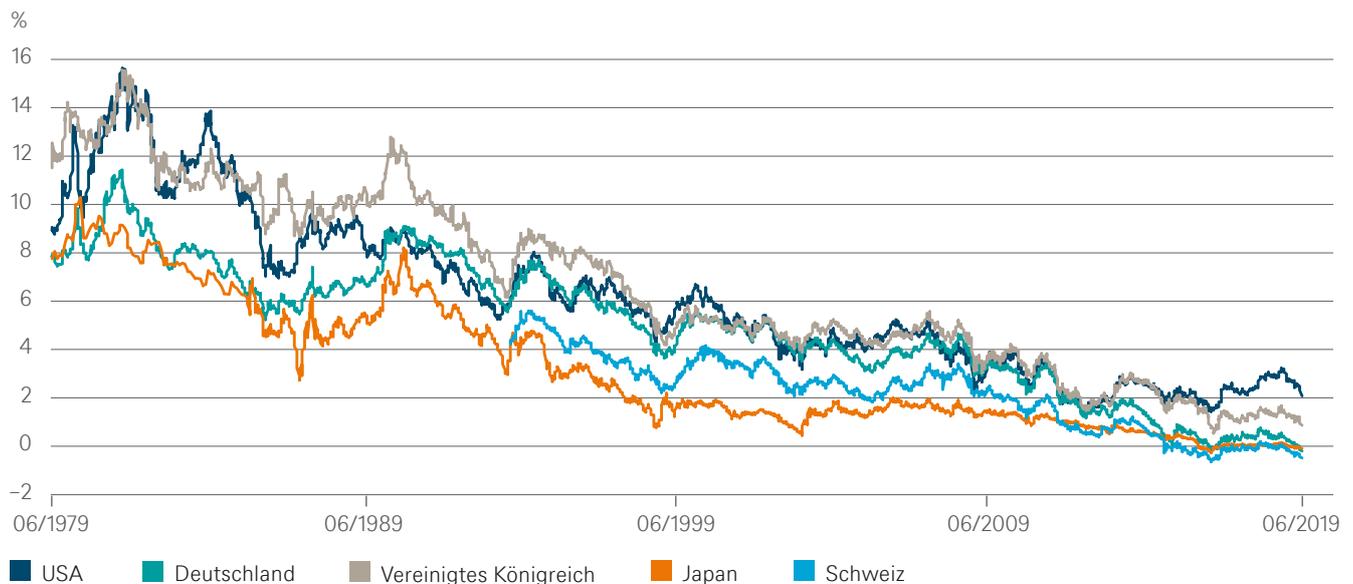
Überraschend waren hingegen, zumindest in ihrem Timing, einmal mehr die außen- und handelspolitischen Ideen und Tweets des US-Präsidenten. Eine kurze, unvollständige Übersicht seiner Aktivitäten im Mai: Die Verhandlungen mit China wurden durch die Ankündigung neuer Zölle quasi beendet. Die angedrohten Strafzölle auf Autoimporte, die die US-Sicherheit gefährden sollen, wurden nicht widerrufen, sondern nur vertagt. Mexiko wurden, für alle überraschend, neue Strafzölle angedroht, sollten sie die USA nicht dabei unterstützen, die US-mexikanische Grenze für illegale Migration zu schließen. Indien wurde aufgrund „unfairer Praktiken“ der Handelssonderstatus entzogen. Pläne, australische Aluminiumimporte mit Strafzöllen zu belegen, wurden gerade noch vom Verteidigungsministerium verhindert. Auch wenn wir glauben, dass sich die Eskalation und Kumulation der Handelsstreitigkeiten erst 2020 merklich in den globalen Wirtschaftszahlen zeigen wird, zeigen sich die Folgen an anderer Stelle schon früher: an den Kapitalmärkten, in den Finanzierungskonditionen oder in den Stimmungsindikatoren.

So ärgerlich diese Entwicklungen auch sind, darf man auch nicht vergessen, dass sie in eine wirtschaftlich recht robuste Zeit fallen. Schließlich gibt es weiterhin gute Signale von den Arbeitsmärkten auf beiden Seiten des Atlantiks. Wir rechnen mit 3,4 Prozent Wachstum für 2019 und erwarten weiterhin keinen nennenswerten Inflationsschub. Ebenso wenig wollen

wir nur kurzfristige Entwicklungen für die niedrigen Zinsen verantwortlich machen. Die Grafik zeigt, dass der Niedergang der Zinsen in den entwickelten Ländern einem längerfristigen

Trend folgt. Ob Demographie, Schuldenstände, Globalisierung oder Digitalisierung, wir werden die möglichen Gründe dafür gesondert näher beleuchten.

#### KLARE TRENDS BEI DEN RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN. DIE NULL ALS UNTERGRENZE MUSS SICH ERST NOCH BEWÄHREN.



Quelle: Refinitiv; Stand: 03.06.2019

Auch für unsere 12-Monatsprognosen für Anleihen und Währungen war die Wende von der Wende, also die erneut schwächeren Renditen, das dominierende Thema. Das Epizentrum war einmal mehr in den Vereinigten Staaten, wo wir im Bereich der Staatsanleihen die größten Veränderungen vornahmen. Die Renditeprognose für 10-jährige Treasuries haben wir von 3,0 auf 2,3 Prozent und für 2-jährige von 2,75 auf 2,0 gesenkt. Damit erwarteten wir am Tag unserer Entscheidung (23. Mai) erstmals seit längerem wieder sinkende Renditen. Allerdings hat uns die Zinsentwicklung mittlerweile überholt, unsere Pro-

gnosen liegen oberhalb der aktuellen Renditen. Und wieder entsteht der Eindruck, dass Trump nicht ganz unbeteiligt war. Die veränderte Tonalität innerhalb der Fed, deren Präsident Powell noch im vergangenen Oktober sagte, der Leitzins sei noch ein ganzes Stück vom Gleichgewichtszins entfernt, hin zur Trump'schen Sichtweise, ist jedenfalls bemerkenswert.<sup>1</sup>

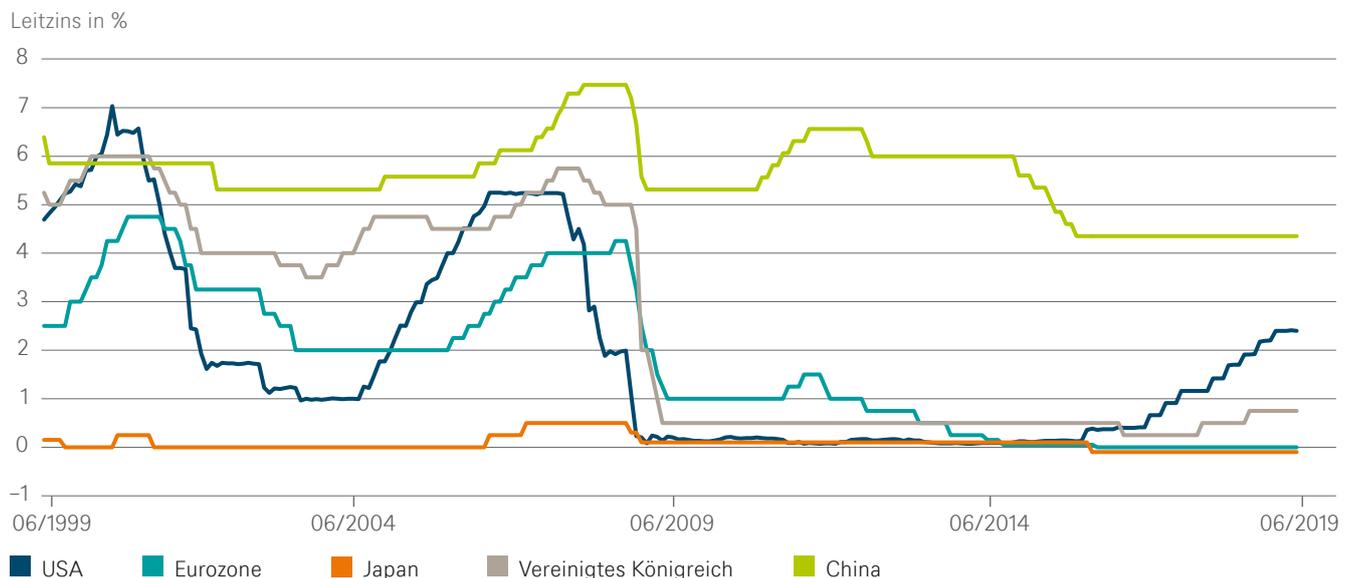
Zinserhöhungen in den USA sind also nunmehr vom Tisch, der Markt erwartet mittlerweile zwei bis drei Zinskürzungen noch im laufenden Jahr. Wir bleiben bei unveränderten

<sup>1</sup> Noch am 14. Mai empfahl der US-Präsident der Fed per Tweet, sie möge doch mit der chinesischen Geldpolitik gleichziehen und die Zinsen senken, dann würden die USA gewinnen. Damals hielten dies viele eher für einen Grund für die Fed, nun erst recht die Zinsen unverändert zu lassen, um damit ihre Unabhängigkeit unter Beweis zu stellen. Doch keine drei Wochen später schloss sich mit James Bullard das erste Fed-Mitglied zumindest dem Zinssenkungsgedanken dieses Tweets an. Er ist dieses Jahr stimmberechtigtes Mitglied im Offenmarktausschuss (FOMC) und sagte Anfang Juni: „Die Finanzmärkte könnten durch den Handelskonflikt so in Mitleidenschaft gezogen werden, dass eine Anpassung der Geldpolitik nach unten schon in Kürze gerechtfertigt sein könnte.“ Bullard zählt allerdings zu den größten Tauben unter den US-Zentralbankern, weshalb wir seine Wertung nicht überinterpretieren wollen.

Fed-Funds-Rate-Prognosen, nicht zuletzt aufgrund des soliden Arbeitsmarktes und der Gefahr eines nicht nur temporären Inflationsschocks durch die Handelskriege. Weitere Erhöhungen erwarten wir für diesen Zinszyklus jedoch nicht mehr. US-Staatsanleihen dürften nach den heftigen Renditestürzen um den Monatswechsel herum auf 12-Monatssicht seitwärts tendieren. Ähnliches gilt für deutsche Bundesanleihen, für die wir jedoch eine Seitwärtsbewegung mit leichter Aufwärtstendenz erwarten.

Für englische Gilts sehen wir eine deutlichere Bewegung. In zwölf Monaten dürfte es mehr Klarheit in der Brexit-Saga und einen neuen Premierminister, oder sogar auch eine neue Regierung geben. Gleichzeitig rechnen wir wirtschaftlich mit keinem Einbruch und einer über der Zielmarke liegenden Inflation. Von der Bank of England erwarten wir daher Zinserhöhungen und von den 10-jährigen Gilt-Renditen einen Anstieg auf 1,5 Prozent. Unter Europas Peripheriestaaten geben wir nach wie vor Spanien den Vorzug vor Italien.

### DER JÜNGSTE ANGELSÄCHSISCHE SONDERWEG BEI DEN LEITZINSEN DÜRFTE SEINEN ZENIT ERREICHT HABEN.



In dem anhaltenden Niedrigzinsumfeld sind unseres Erachtens Anleihen mit höheren Renditen attraktiver. Also etwa Unternehmensanleihen aus Europa und den USA. In Europa bevorzugen wir Hochzinsanleihen, in den USA wiederum Anleihen mit Investmentgrade-Rating. Oder man schaut auf die Schwellenländer, wo wir weiter Anleihen in Hartwährung bevorzugen. Bei Unternehmensanleihen aus dieser Region mögen wir insbesondere den Hochzinsbereich.

In puncto Währungen bleiben wir beim Euro-Dollar-Paar bei unserer mittlerweile bewährten Prognose von 1,15 Dollar je Euro. Auch wenn wir glauben, dass es zwischenzeitlich noch einmal Richtung 1,10 oder drunter gehen könnte, gehen wir zum Ende unseres Prognosehorizonts von einem sich langsam abschwächenden Dollar aus. Um sich gegen größere Marktverwerfungen abzusichern setzen wir weiterhin auf den Yen. Die chinesische Währung erwarten wir nur etwas schwächer – zwar würde ein Rückgang der chinesischen Nettoexporte eine Abschwächung der Währung fördern, doch wir glauben aus verschiedenen Gründen nicht, dass Peking mittelfristig an einer starken Abwertung seiner Währung gelegen ist.

## Nichts als Ärger

Die großen Kursgewinne im bisherigen Jahresverlauf und anhaltende Handelskonflikte begrenzen das kurzfristige Aufschwungpotenzial an den Aktienmärkten.

- \_ Die Kombination aus anhaltenden Handelsstreitigkeiten und den Kursgewinnen seit Jahresbeginn lassen Aktien vorerst nicht gerade attraktiv erscheinen.
- \_ Kurzfristig könnten auch Budgetstreitigkeiten in den USA für weitere Volatilität sorgen.
- \_ Wir gehen davon aus, dass sich Unternehmen und Investoren in den nächsten 12 Monaten an das neue weltpolitische Umfeld gewöhnen. Dann könnten auch die Märkte höher handeln.



Dr. Thomas Schüßler  
Co-Head of Equities



Andre Köttner  
Co-Head of Equities

Nach einigen turbulenten Wochen vergisst man leicht, wie gut sich globale Aktien seit Jahresanfang entwickelt haben. Anfang Mai hatten einige Indizes unsere strategischen Zielwerte für März 2020 bereits übertroffen. Seit Anfang 2019 haben eine ganze Reihe von Faktoren dazu beigetragen, dass riskante Anlagen den im vierten Quartal 2018 verlorenen Boden wieder aufholen konnten. Neben freundlichen Tönen von der US Federal Reserve (Fed), solidem Wirtschaftswachstum in den USA und China und stabilen Unternehmensergebnissen im ersten Quartal gab es die Hoffnung auf ein US-Chinesisches Handelsabkommen.

In den letzten Wochen wurden an den Märkten jedoch zwei Parameter neu bewertet – Handelsstreitigkeiten und Zinsen. Unserer Meinung nach ist es unwahrscheinlich, dass der US-Chinesische Handelskonflikt kurzfristig gelöst werden kann. Stattdessen drohen höhere Zölle und neue protektionistische Maßnahmen länger in Kraft zu bleiben, als wir ursprünglich erwartet hatten. Der Konflikt ist längst nicht mehr rein wirtschaftlich, sondern hat zunehmend geopolitische Dimensionen.

Höflich gesagt scheinen die USA immer mehr bestrebt, den Aufstieg Chinas lenken zu wollen, sodass er zu den eigenen strategischen Interessen passt. Dies zeigt sich insbesondere an den Beschränkungen der Exporte von Spitzentechnologien aus den USA und den Beschränkungen chinesischer Exporte.

Von Veränderungen in den globalen Lieferketten bekommen wir bisher kaum etwas mit, da deren Umsetzung länger dauert. Allerdings berichten bereits mehrere Unternehmen, dass sie ihre Investitionsentscheidungen vertagen und negative Auswirkungen auf den globalen Konsum erwarten.

Die Kombination aus bereits sehr hohen Indexständen, anhaltenden Handelsstreitigkeiten und nahenden Budgetstreitigkeiten in den USA dürfte kurzfristig für weitere Volatilität sorgen. Das alles macht Aktien aus unserer Sicht derzeit nicht gerade attraktiv. Wir schätzen das Risiko einer Korrektur (bei der der S&P 500 gegenüber seinem Höchststand um mehr als 10 % nachgibt) nun als hoch ein.

Das schwierige Umfeld in bestimmten zyklischen Sektoren wie Automobilen, Halbleitern und Industriegütern dürfte anhalten. Damit erscheint die bisher erhoffte Erholung der Unternehmensgewinne in der zweiten Jahreshälfte 2019 gefährdet. Der Handelskonflikt verschärft sich, wie die jüngsten, sehr beunruhigenden Anzeichen einer Eskalation mit Mexiko zeigen.

Zölle entwickeln sich zunehmend zu einer Allzweckwaffe, die nicht nur als Instrument zur Förderung des fairen Handels, sondern auch für andere politische Prioritäten der Trump-Administration dient. Im Falle der jüngsten mexikanischen Zollandrohung bestand das erklärte Ziel darin, die Sicherheit der US-Grenzen zu stärken. Am 10. Juni wurden die Strafzölle nicht

eingeführt, nachdem Mexiko einer Reihe von Maßnahmen zur Reduzierung der illegalen Einwanderung zustimmte. Dennoch verleihen diese Androhungen verschiedenen Handelsstreitigkeiten eine neue Qualität.

Unberechenbare Handelsmaßnahmen, die über Twitter angekündigt werden, schaden natürlich den Beziehungen der USA zu Verbündeten wie Mexiko und geopolitischen Rivalen wie China gleichermaßen. Sie trüben aber auch die Stimmung an den Finanzmärkten – ein Effekt, der teilweise durch die Erwartung der Finanzmärkte gemildert wird, dass die Fed durch Zinssenkungen zur Hilfe eilen könnte.

Vor allem aber verursachen Zölle, wie jede staatliche Intervention in freie Märkte, Verzerrungen. Sie wirken sich effektiv als Steuer auf US-Verbraucher aus und tun dies oft auf unberechenbare, unvorhersehbare Art und Weise. Washingtons Bürokraten sind dafür verantwortlich, wie und auf welche spezifischen Güter Zölle und andere Handelsmaßnahmen angewendet werden. Am schlimmsten ist aus aktueller Sicht von US-Unternehmen und ihren Aktionären, dass Unternehmen oft für Investitionsentscheidungen bestraft werden, die sich nicht schnell oder einfach rückgängig machen lassen.

Als erste Annahme gehen wir davon aus, dass sich die bisher eingeführten Zölle in diesem Jahr aufgrund höherer Importkosten mit minus drei Prozent auf die Gewinne pro Aktie in den USA auswirken werden. Dies ist jedoch nur eine sehr grobe Schätzung, die beispielsweise nicht den Wertverlust von US-Firmenniederlassungen im Ausland widerspiegelt, falls protektionistische Maßnahmen längerfristig andauern. Umgekehrt könnte natürlich der reduzierte ausländische Wettbewerb gewisse Vorteile mit sich bringen. Auch das ginge natürlich wieder auf Kosten der US-Verbraucher und der längerfristigen Wachstumsaussichten. Schließlich müssten die Investoren die Risiken für einzelne Unternehmen und Branchen völlig neu bewerten. Besonders beunruhigend ist aus unserer Sicht der Einsatz nichttarifärer Maßnahmen, um beispielsweise gezielt einzelnen Unternehmen das Wirtschaften schwerer zu machen.

Natürlich besteht weiterhin die Hoffnung, dass die politischen Entscheidungsträger ihren Kurs ändern, bevor all diese potenziellen Schäden vollständig eintreten. Wir bleiben vorerst bei der grundsätzlichen Einschätzung, dass ein globaler Rückgang der Unternehmensgewinne vermieden werden

kann. Defensive Sektoren, säkular wachsende Segmente wie Software, digitaler Zahlungsverkehr und Gesundheitswesen sowie Aktienrückkäufe sollten dazu beitragen, ein moderates Wachstum der Gewinne pro Aktie in den USA, Europa und den Schwellenländern zu ermöglichen.

Der zweite Parameter, der einer Analyse bedarf, sind die langfristigen Zinssätze und deren Auswirkungen auf die Bewertungsmultiplikatoren. Moderate globale Wachstumsaussichten und eine begrenzte Inflation dürften die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen für längere Zeit niedrig halten. Dies spiegelt sich in unserer aktualisierten CIO View Prognose wider, die für die USA auf 12-Monatssicht unveränderte Renditen von 2,30 Prozent für 10-jährige Staatsanleihen voraussagt. Wir sind nach wie vor der Meinung, dass niedrige Renditen keine Vorboten einer wirtschaftlichen Rezession in 2019 oder 2020 sind. Stattdessen sollten niedrige Zinssätze es Aktien ermöglichen, ein strukturell erhöhtes Bewertungsniveau auf oder über dem historischen Durchschnitt zu halten.

Dies jedoch setzt wiederum voraus, dass die Handelsspannungen und Budgetstreitigkeiten in den USA nicht völlig aus dem Ruder laufen. Immerhin stehen in den USA 2020 Wahlen an. Das könnte sowohl dem Kongress als auch der Trump-Regierung starke politische Anreize geben, weitere Eskalationen zu verhindern.

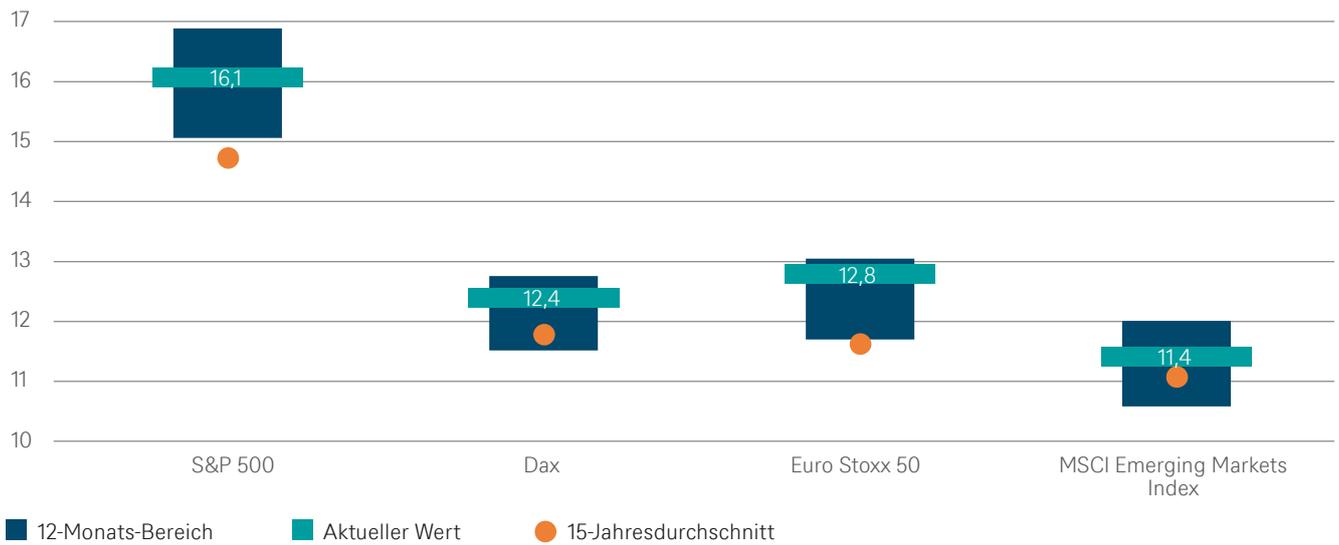
Während wir kurzfristige Abwärtsrisiken für die Aktienmärkte sehen, erwarten wir, dass Unternehmen und Investoren sich in den nächsten 12 Monaten erfolgreich an das neue weltpolitische Umfeld anpassen werden. Unserer Ansicht nach könnte der S&P 500 bis Juni 2020 ein Niveau von 3000 erreichen, was ein unverändertes Kurs-Gewinn-Verhältnis von 17,3x bedeuten würde. Im Rest der Welt prognostizieren wir einen zunehmenden Bewertungsabschlag gegenüber den USA, da unser Vertrauen in eine zyklische Ertragerholung schwindet. Für den Dax erwarten wir wenig Auftrieb, da die Automobilindustrie weiter mit einer schwächelnden Nachfrage konfrontiert wird.

Kurzfristig bevorzugen wir Schwellenländer nicht mehr gegenüber anderen Regionen. Der anhaltende Handelskonflikt macht es Schwellenländeraktien derzeit schwer. Wir halten jedoch an hohen 12-Monats-Renditeprognosen fest, was auf eine attraktive Bewertung und ein starkes erwartetes Wachstum der Gewinne pro Aktie im Jahr 2020 zurückzuführen ist.

### ZIEMLICH TEUER

Trotz der jüngsten Marktturbulenzen sind die meisten großen Aktienmärkte nach wie vor teurer als die historischen Durchschnittswerte der jüngeren Vergangenheit. Die Befürchtung einer globalen Abkühlung könnte zu weiteren Korrekturen führen.

Kurs-Gewinn-Verhältnis



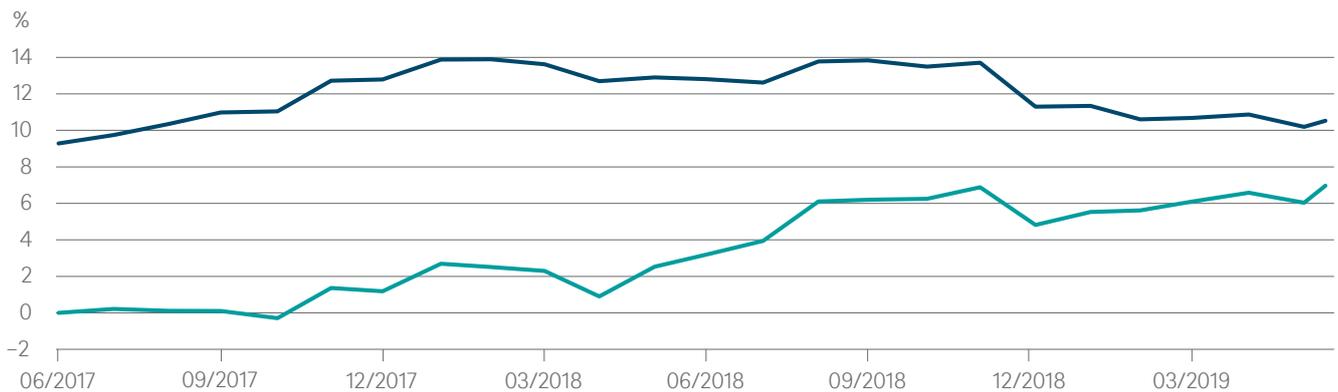
Quellen: Thomson Reuters Datastream, DWS Investment GmbH; Stand: 10.06.2019

## Bewertungen im Überblick

### USA: NEUTRAL (NEUTRAL)\*

Nicht zuletzt angesichts anhaltender handels- und geopolitischer Sorgen erscheint der kurzfristige Ausblick für US-Aktien ausgesprochen trüb. Sofern die Spannungen weiter eskalieren, oder sich die US-Wirtschaftslage abschwächt, könnten die Gewinn-

schätzungen unter Druck geraten. Auch eine Rettung durch die Fed erscheint aktuell noch fern. Dagegen gehen wir davon aus, dass sich die Lage in den kommenden zwölf Monaten stabilisieren wird, was längerfristig für ein gewisses Aufwärtspotenzial spricht.



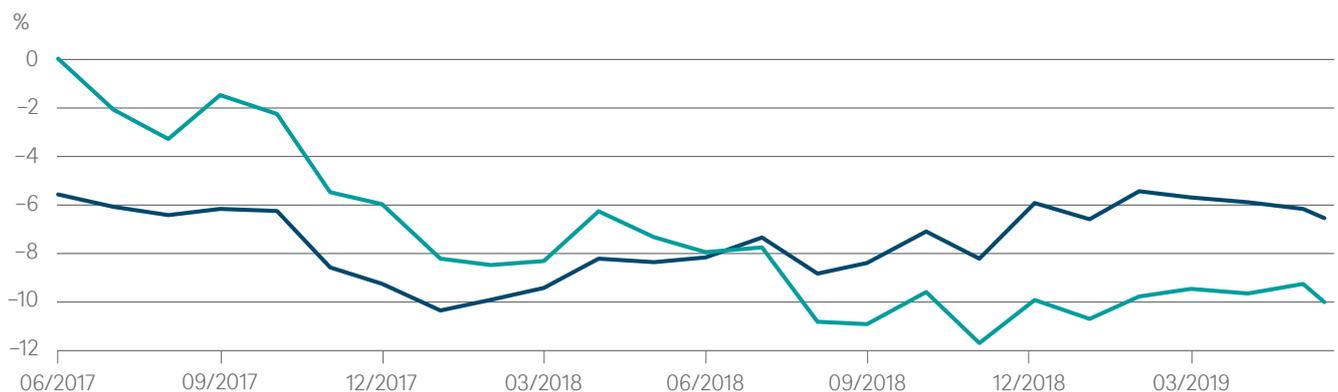
■ Relative Bewertung (KGV): S&P 500 vs. MSCI AC World Index

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

### EUROPA: NEUTRAL (NEUTRAL)\*

Neben den aktuellen Handelsstreitigkeiten sehen sich europäische Investoren mit hausgemachten Sorgen konfrontiert. Die Politik sorgt weiter für Unruhe, von Brexit, über Italien bis hin zu Koalitionskrachs in Berlin. Auch bekommen die exportorientier-

ten Volkswirtschaften Europas bereits erste Anzeichen der globalen Verlangsamung zu spüren. Dies ist besonders schmerzhaft für Aktienindizes, wie den Dax, die stark von zyklischen Branchen wie Autos, Halbleitern und Industriegütern abhängig 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)

\* Diese Einschätzung ist relativ zum MSCI AC World Index, in Klammern wird die Einschätzung aus dem Vorquartal gezeigt.

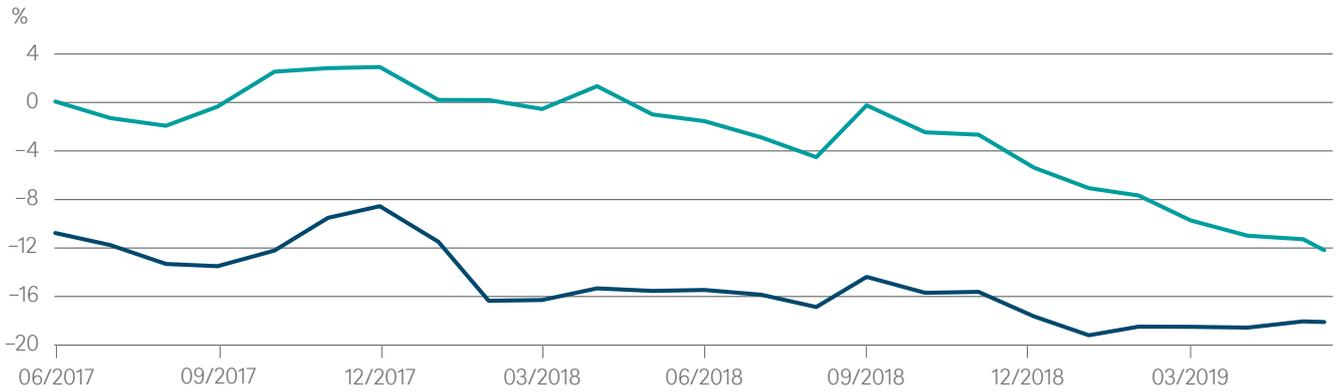
Quellen: FactSet Research Systems Inc., DWS Investment GmbH; Stand: 12.06.2019

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: 12.06.2019

**JAPAN: NEUTRAL (NEUTRAL)\***

In Japan scheinen Aktien günstig bewertet – nur leider sind sie dies bereits seit geraumer Zeit. Trotz insgesamt verbesserter Corporate Governance könnten die Auslöser für eine Erholung weiter auf sich warten lassen. Wie Europa sieht sich auch Japan beste-

henden Handelsspannungen ausgesetzt. Die Unternehmensgewinne waren zuletzt eher enttäuschend. Im Inland besteht weiter eine starke Nachfrage, aber eine für Oktober geplante Erhöhung der Verbrauchssteuer könnte auch dort die Stimmung trüben.

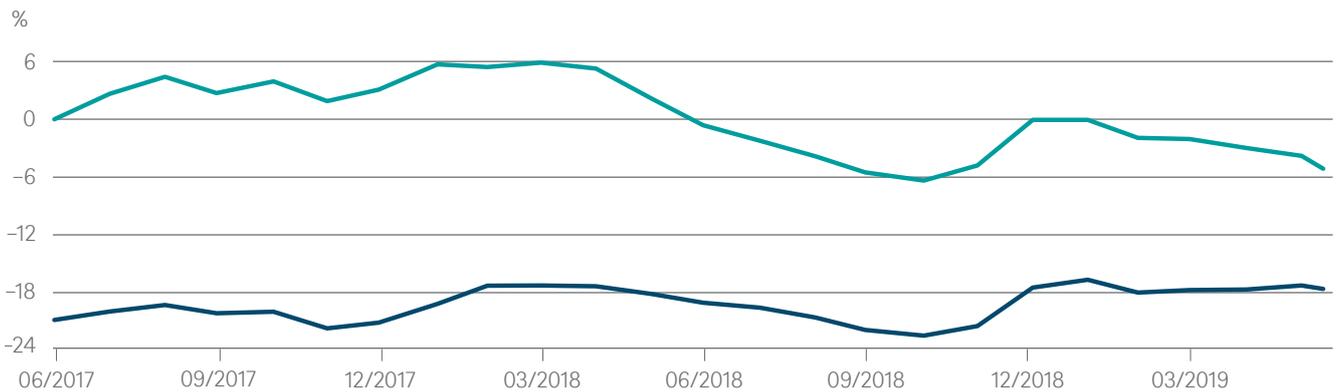


■ Relative Bewertung (KGV): MSCI Japan Index vs. MSCI AC World Index  
■ Relative Wertentwicklung: MSCI Japan Index (in Yen) vs. MSCI AC World Index (in lokaler Währung)

**SCHWELLENLÄNDER: NEUTRAL (ÜBERGEWICHTEN)\***

Kurzfristig dürfte die Performance der Schwellenländer von veränderten Erwartungen an die US-Zinsen, Hoffnungen auf ein Handelsabkommen zwischen den USA und China und zaghaften Anzeichen einer Stabilisierung in China getrieben werden.

Angesichts potenzieller Risiken bei allen drei Faktoren haben wir im Mai unser Rating auf Neutral angepasst. Allerdings sehen wir die aktuellen Bewertungen weiterhin als attraktiv an. Darüber hinaus erwarten wir ein starkes Gewinnwachstum.



■ 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)

\* Diese Einschätzung ist relativ zum MSCI AC World Index, in Klammern wird die Einschätzung aus dem Vorquartal gezeigt.  
Quellen: FactSet Research Systems Inc., DWS Investment GmbH; Stand: 12.06.2019

## Das Beste aus beiden Welten?

**Der stark wachsende Sekundärmarkt für Private Equity bietet neue Perspektiven. Allerdings ist er nicht ohne Risiken.**

- \_ Der stark wachsende Sekundärmarkt für Private Equity hat die gesamte Anlageklasse liquider gemacht.
- \_ Wir sind der Meinung, dass es möglich ist, das Beste aus direkten und sekundären Investitionen herauszuholen.
- \_ Eine taktische Strategie, die sich auf die gezielte Auswahl von Beteiligungen in der späteren Phase innerhalb eines bereits bestehenden PE-Fondsportfolios konzentriert, scheint die Antwort, zu sein.



Mark McDonald  
Head of Private Equity

In den letzten 20 Jahren wuchs die Anlageklasse Private Equity (PE) weltweit auf knapp drei Billionen Dollar. Traditionell investieren Anleger (sogenannte Limited Partners oder „LPs“) meist entweder über Fonds, die die Unternehmen im Portfolio halten, oder Dachfonds, die mehrere PE-Fonds in einem einzigen Fonds zusammenführen. Beteiligungen in ein PE-Fonds ab Tag eins werden als „Primärmarkt“ bezeichnet. In den letzten zehn Jahren hat sich der PE-Sekundärmarkt sehr stark entwickelt. Dieser Markt ist auf den Kauf von bestehenden Fondsanteilen und Beteiligungen spezialisiert – wenn also beispielsweise ein ganzes Portfolio an Firmenbeteiligungen zusammen mit den dazugehörigen vertraglichen Rechten und Pflichten der ursprünglichen LPs verkauft wird.

Die Gründe dafür sind naheliegend. Der Private-Equity-Markt ist typischerweise eine langfristige, illiquide Anlageklasse, mit einer durchschnittlichen Fondslaufzeit von 15 Jahren. Mit der zunehmenden Bedeutung des Sekundärmarkts erhalten LPs die Möglichkeit, ihre Anteile an Private-Equity-Fonds bereits vor dem eigentlichen Ende der Fondslaufzeit zu verkaufen. Traditionell waren das vor allem Limited-Partner Transaktionen. Dabei verkauft ein LP seinen Anteil oder ein Portfolio von Anteilen an einen anderen Anleger auf Grundlage eines zuvor vereinbarten Preises, in der Regel ein Prozentteil des Nettovermögenswerts (NAV). Der neue, erwerbende Investor übernimmt dabei die rechtlichen und finanziellen Verpflichtungen des Verkäufers.

Solche Transaktionen ergeben sich aus drei wesentlichen Motivationen des Verkäufers: Aktives Portfoliomanagement, strategische und regulatorische Gründe oder schlicht, um die eigene Liquidität zu erhöhen. Gerade in den letzten Jahren nutzten große Pensions- und Staatsfonds einen liquiden Sekundärmarkt, um Beteiligungen umzuschichten – und dabei traditionelle Vermögensverwaltungstechniken zur Optimierung ihrer von Natur aus illiquiden PE-Portfolios effektiv einzusetzen. Auch für Verkäufer ist die Beteiligung am Sekundärmarkt wirtschaftlich wesentlich attraktiver geworden. Dies ergibt sich unter anderem daraus, dass sich der Abschlag zum NAV in den letzten Jahren verringert hat und die gezahlten Preise im Durchschnitt angestiegen sind.

2017 trugen LP-Transaktionen rund drei Viertel zum gesamten Transaktionsvolumen bei (siehe Graphik). Das außergewöhnliche Wachstum des Sekundärmarktes begann mit der globalen Finanzkrise vor über zehn Jahren. Damals führten striktere Regulierungen großer Finanzinstitute und Banken zu strategischen Portfolioverkäufen von illiquiden und direkt gehaltenen Private-Equity-Anlagen sowie den damit einhergehenden Private-Equity-Fonds-Verpflichtungen. Während solche Verkäufe in der Vergangenheit attraktive Chancen boten, ist ihre relative Bedeutung in den letzten Jahren eher zurückgegangen. Denn viele Banken haben ihre Bilanzen und Engagement in Private-Equity-Beteiligungen längst heruntergefahren und auch sonstige Notverkäufe sind seltener geworden.

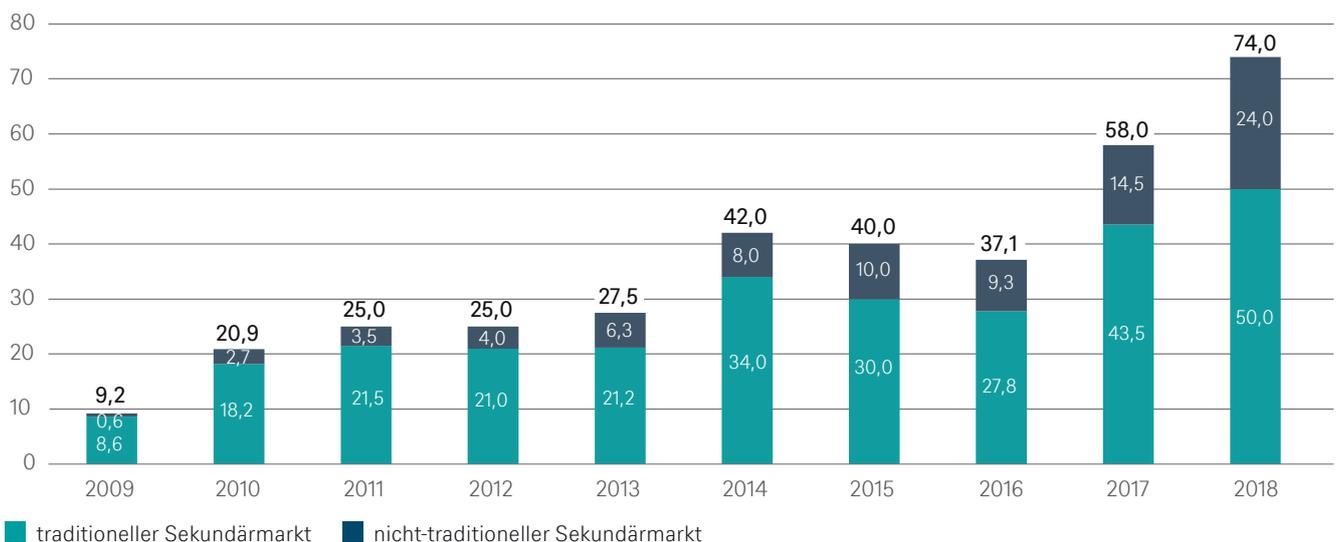
Eine weitere, dabei immer häufiger vorkommende Art von Sekundärmarktaktivitäten sind Manager-geführte Transaktionen. Dabei organisieren Manager (auch General Partner oder „GPs“) für die ursprünglichen LPs vorzeitige Möglichkeiten, um ihr finanzielles Engagement zurückzufahren. So kann beispielsweise zusätzlich Zeit (und manchmal auch Kapital) gewonnen werden, um die verbleibenden Vermögenswerte eines Fonds auf den endgültigen Ausstieg vorzubereiten. Die Strukturierung (oder Neustrukturierung) dieser Art von Transaktionen ist dabei oft komplex und zeitaufwendig. In der Regel

sind maßgeschneiderte Lösungen rund um die Zusammensetzung des zugrunde liegenden Portfolios, den Preis für die Verkäufer und die Abstimmung zwischen alten und neuen Investoren sowie dem GP erforderlich. Manager-geführte Deals und andere nicht-traditionelle Sekundärtransaktionen wie etwa Finanzierungen durch Hybridinstrumente machten in den vergangenen Jahren bereits zwischen einem Viertel und einem Drittel des Transaktionsvolumens im Sekundärmarkt aus (siehe Graphik). Wir rechnen damit, dass solche Deals in Zukunft eine immer größere Rolle spielen werden.

### SEKUNDÄRMARKTVOLUMEN AUF REKORDNIVEAU

In den letzten Jahrzehnten ist der Private-Equity-Sekundärmarkt rasant angewachsen, mit einem Volumen von 9 Milliarden Dollar im Jahr 2009 auf 74 Milliarden Dollar im Jahr 2018.

Marktvolumen in Milliarden Dollar



Quellen: Greenhill & Co., Inc.; Stand: 01.2017; Greenhill & Co., Inc.; Stand: 01.2019; DWS Investment GmbH; Stand: 13.06.2019

Insgesamt hat der starke Zuwachs im Sekundärmarkt die gesamte Anlageklasse liquider gemacht. Der Sekundärmarkt bietet Anlegern in Form von Sekundärfonds direkten Zugang zu einem hochdiversifizierten Private-Equity-Portfolio mit Beteiligungen über Jahrgänge, Branchen und Regionen hinweg – während Verkäufer vor allem von einem aktiven Käuferuniversum für ihre illiquiden PE-Positionen profitieren. Allerdings bleibt der Sekundärmarkt weiterhin um einiges kleiner als der Primärmarkt: Schätzungen zufolge wechseln jedes Jahr weniger als zwei Prozent der Private-Equity-Aktiva den Besitzer. Das schnelle Wachstum spiegelt strukturelle Veränderungen auf dem Markt wider.

Traditionell hatten Investitionen über den Sekundärmarkt gewisse Schönheitsfehler. Die Barrenditen sind tendenziell niedriger, was auf ein geringeres Risiko (in der Regel durch einen hohen Diversifikationsgrad), kürzere Haltedauer, einen geringeren Spielraum für Bewertungsanomalien zurückzuführen ist. Auch kann die Qualität größerer Beteiligungsportfolios recht durchwachsen sein.

Wir sind jedoch der Meinung, dass es möglich ist, das Beste aus direkten und sekundären Investitionen herauszuholen: maßgeschneiderte Lösungen für alle Beteiligten. Für neue Investoren ist vor allem die Möglichkeit einer gezielten

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 Ertragserwartungen erfüllt werden. DWS Investment GmbH; Stand 14.06.2019

Auswahl von Beteiligungen in der späteren Phase innerhalb eines bereits bestehenden PE-Fondsportfolios interessant. Gleichzeitig werden die vielversprechendsten Unternehmen aus einem Portfolio des Fondsmanagers (GPs) mit weiterem Kapital unterstützt. Dabei nutzt die Strategie einen dynamischen, kollaborativen Ansatz, um alle Interessensgruppen zufrieden zu stellen: Etablierte Investoren, GPs sowie die zugrunde liegenden Portfoliounternehmen.

Auch ein partnerschaftlicher Ansatz ist allerdings nicht ohne Risiken. Zuletzt ist auch in die PE-Sekundärmärkte viel Geld geflossen. Infolgedessen ist der Markt weitaus wettbewerbsintensiver geworden, was die Erzielung von Renditen erschwert, insbesondere für eher „traditionelle“ Sekundär-spezialisten.

Wir haben es hier wohl mit einer ähnlichen Dynamik wie an den Aktienmärkten zu tun. Denn bezüglich Volatilität, Wachstum und erzielbaren Preisen entwickelte sich der traditionelle Sekundärmarkt ähnlich wie die Börsen. Dies ist in Ordnung, solange die weltweiten Aktienmärkte weiter steigen, sowie ein solider makroökonomischer Ausblick direkte Beteiligungsverkäufe stützt und damit das aktuelle Preisniveau rechtfertigt. Ein weit verbreiteter Abwärtstrend, aufgrund zum Beispiel von eskalierenden Handelsspannungen, wäre aber zweifellos auch im PE-Sektor im Allgemeinen und im Sekundärmarkt im Besonderen zu spüren. Auf der anderen Seite könnte es auch zu neuen, attraktiveren Möglichkeiten führen, insbesondere in Kombination mit einem strategischen, partnerschaftlichen Ansatz wie zuvor beschrieben.

## Risiko raus, Pulver bereithalten

Wir sehen die mittelfristige Zukunft weniger düster als der US-Staatsanleihemarkt. Wir rechnen aber mit einem heißen Sommer, der Einstiegsgelegenheiten bieten kann.

- Multi-Asset-Manager konnten sich nicht erst in den letzten zwei Monaten beweisen, sondern selbst zu Jahresanfang, als fast alle Anlageklassen zulegten.
- Die Eskalation im Handelskonflikt, niedrigere Zinsen und sportlich bewertete Aktienmärkte lassen uns defensiver positioniert in den Sommer gehen.



Christian Hille  
Head of Multi Asset

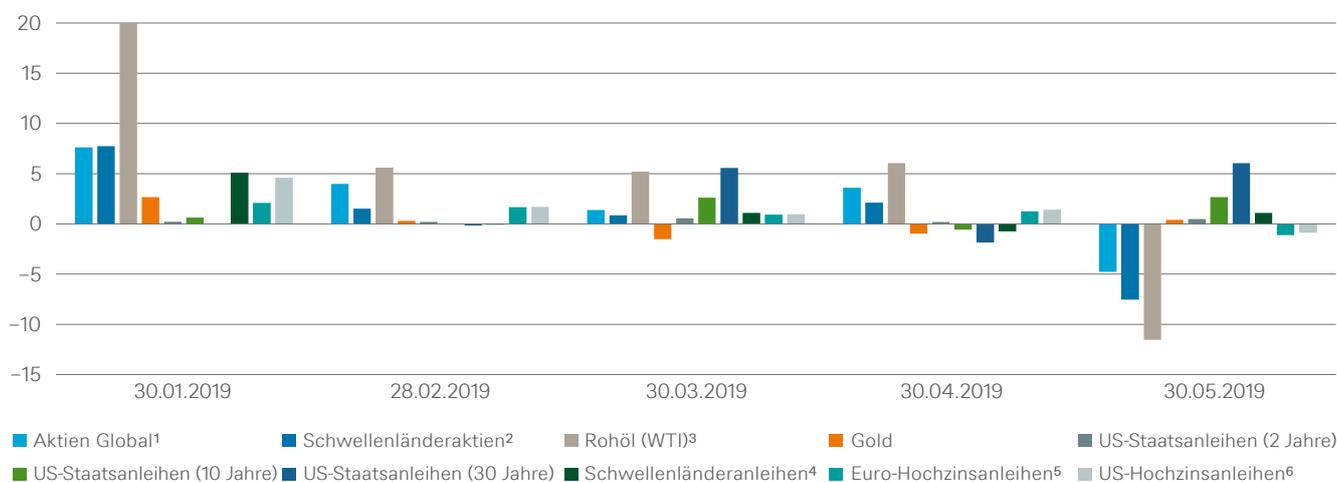
Wann können Multi-Asset-Manager eigentlich beweisen, was sie können? Schauen wir uns dazu die ersten fünf Monate dieses Jahres an. Sie teilen sich, wie die Grafik zeigt, grob in zwei Phasen auf. In den ersten drei Monaten lief es für fast alle Anlageklassen gut; im April gab es gemischte Resultate, und im Mai krachte es dann fast überall, wo nicht „langlaufende Staatsanleihe“ draufstand.

Die Vermutung liegt nahe, dass es in den ersten drei Monaten nicht auf die richtige Mischung ankam, da man mit nahezu jeder Anlageklasse gute Renditen erzielen konnte. Aber im April und Mai bedurfte es dann schon des richtigen Händchens, um eine gute Ernte einzufahren, da es Sieger und Verlierer unter den verschiedenen Anlageklassen gab.

### EIN ABWECHSLUNGSREICHES JAHR

Während die Erträge verschiedener Anlageklassen über die Monate stark nachließen, nahm die Divergenz der Erträge unter den einzelnen Anlageklassen stark zu.

Rendite in %



<sup>1</sup> MSCI World Index; <sup>2</sup> MSCI Emerging Markets Index; <sup>3</sup> West Texas Intermediate; <sup>4</sup> J.P. Morgan Emerging Market Bond Index; <sup>5</sup> Markit iBoxx EUR Liquid High Yield Index; <sup>6</sup> ICE BofA Merrill Lynch US High Yield Index; Quellen: Refintiv, DWS Investment GmbH; Stand: 18.06.2019

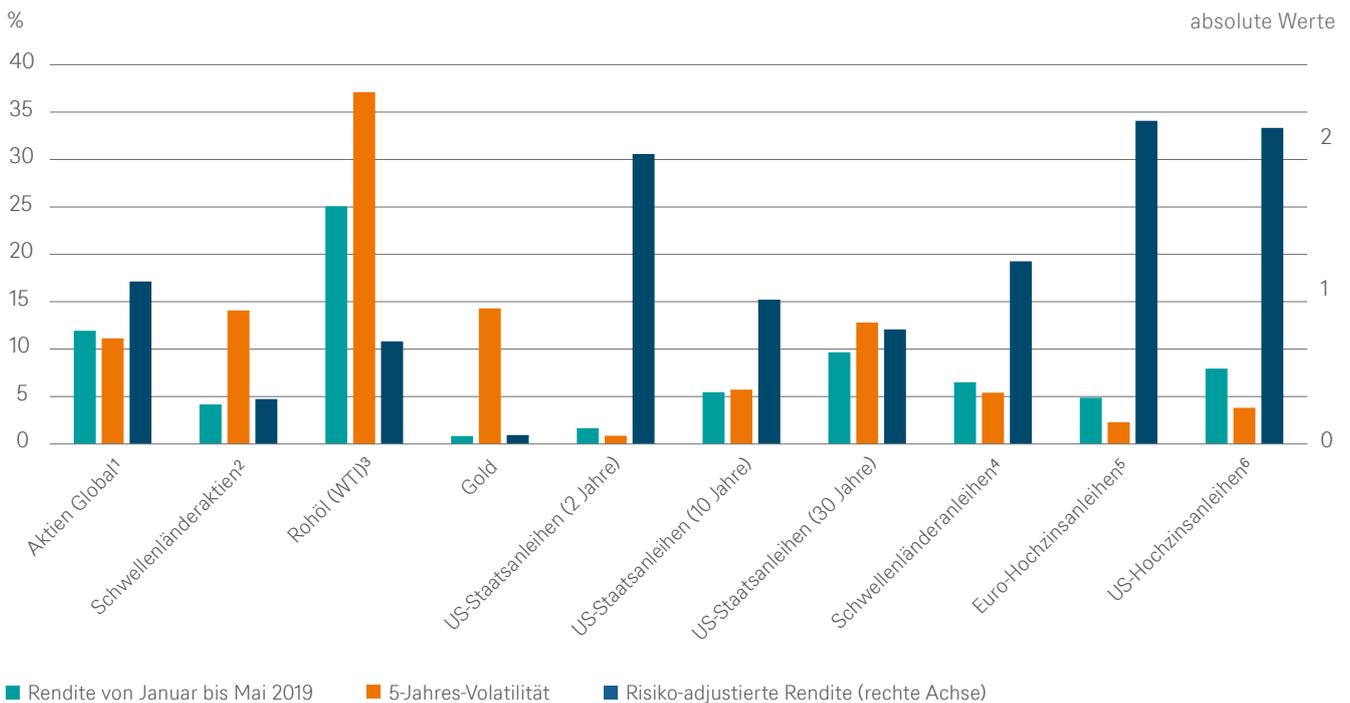
Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS Investment GmbH; Stand: 19.06.2019

Dieser Einschätzung stimmen wir nicht zu. Ein Multi-Asset-Manager muss in jeder Marktphase die richtigen Anlagen aussuchen und mit der richtigen Gewichtung zusammenstellen. Dafür gibt es im Wesentlichen zwei Gründe. Zum einen können die Renditen verschiedener Anlageklassen, auch wenn sie die gleiche Höhe aufweisen, von unterschiedlicher Qualität sein. Qualität bedeutet in diesem Fall Risiko, welches man in Kapitalmärkten gängigerweise mit Hilfe der Volatilität ausdrückt. Je mehr die Renditen einer Anlage schwanken, also je höher ihre Volatilität ist, umso höher möchte der Anleger dafür entlohnt werden. Hierin liegt bekanntlich der Reiz der Staatsanleihen aus Industrieländern oder gar die Vorliebe mancher Haushalte für Bares. So einleuchtend, bekannt und nachvollziehbar diese Tatsache auch ist, so oft fällt sie bei

Performancevergleichen verschiedener Anlageklassen unter den Tisch. Wie sich die Rangfolge der Renditekönige unter Berücksichtigung dieser wichtigen Variablen ändert, zeigt die zweite Graphik. Sie zeigt das Rendite-Risiko-Profil der verschiedenen Anlagen, indem sie die von Jahresanfang bis Ende Mai erzielte Rendite in Bezug zur historischen Volatilität<sup>1</sup> setzt. Der vermeintliche Klassenbeste, der Ölpreis, sackt risikoadjustiert ins Mittelfeld, während sich die zuvor eher blassen US- und Euro-Hochzinsanleihen an die Spitze setzen – noch vor die langjährige Risiko-Rendite-Königin, 2-jährige US-Staatsanleihen. Es kommt also, auch wenn die Märkte gleichförmig in eine Richtung marschieren, auf die Auswahl der richtigen Anlagen an, also jener mit dem besseren Rendite-Risiko-Profil.

### RENDITE OHNE RISIKO GIBT'S SELTEN

Die Rangfolge der attraktivsten Anlageklassen ändert sich beträchtlich, wenn man die Renditen um das Risiko bereinigt.



<sup>1</sup> MSCI World Index; <sup>2</sup> MSCI Emerging Markets Index; <sup>3</sup> West Texas Intermediate; <sup>4</sup> J.P. Morgan Emerging Market Bond Index; <sup>5</sup> Markt iBoxx EUR Liquid High Yield Index; <sup>6</sup> ICE BofA Merrill Lynch US High Yield Index; Quellen: Refinitiv, DWS Investment GmbH; Stand: 19.06.2019

<sup>1</sup> Wir rechnen mit einer Volatilität gemessen an Tagesrenditen über einen Zeitraum von fünf Jahren.

Zum anderen hängt gutes Multi-Asset-Management aber auch noch von der richtigen Mischung der Anlagen untereinander ab. Abhängig davon, wie stark die einzelnen Anlageklassen miteinander korrelieren, kann man die Gewichtungen so aufeinander abstimmen, dass man für eine gegebene Zielrendite weniger Risiko eingehen muss. Oder andersherum, dass man für ein bestimmtes Zielrisiko die maximale Rendite herausholt. Wir sind in unserem letzten Quarterly CIO View ([„In der Länge liegt die Kraft“ vom 15.03.2019](#)), und besonders in unserer Studie vom Januar ([Multi-Asset Long View vom 31.01.2019](#)) darauf eingegangen.

Auch wenn bei der Portfoliooptimierung quantitative Modelle eine große Rolle spielen, bleibt die Basis der Anlageentscheidungen die qualitative Analyse von Wirtschaft und Politik, womit wir sowohl bei unserer vergangenen Portfolioaufstellung als auch der aktuellen wären. Auf Basis unseres makroökonomischen Bildes waren die Marktrücksetzer im Dezember zu stark und nicht nur fundamental getrieben. Es empfahl sich daher, auch in Risikoanlagen investiert zu bleiben, was sich in Anbetracht der Jahresanfangsrally dann auch als positiv erwies. Denn die Höhe der Kursrückgänge passte nicht zu unserem makroökonomischen Bild. Für unsere aktuelle Portfoliokonstruktion lassen wir uns kurz gesagt von zwei Annahmen leiten: 1. Der Markt ist kurzfristig zu optimistisch aufgestellt, was sich unter anderem in den hohen Bewertungen ausdrückt; 2. Dieses Jahr wird der Markt in keine Rezession rutschen und dies wird auch 2020 nur ein Risikoszenario bleiben. Dafür dürfte die US-Administration keine weiteren Fronten im Handelsstreit eröffnen und sich der Handelskrieg mit China nicht stärker auf die Stimmung und Investitionsentscheidungen auswirken. Auf Basis dieser Annahmen haben wir empfohlen, einige Gewinne mitzunehmen und einiges Pulver trocken zu halten, um bei möglichen Kurseinbrüchen die Risikopositionen ausbauen zu können, so wie es in unserem Musterportfolio (siehe Graphik) auch sichtbar ist.

Auslöser für Kurseinbrüche könnte es im Sommer noch genügend geben. Zwar dürften die europäischen Baustellen (Brexit, Italien) oder auch das frische Zündeln am Persischen Golf für eine globale, nachhaltige Marktkorrektur nicht ausreichen, so unerfreulich die Anhäufung dieser Krisenherde auch ist. Wir glauben jedoch, dass drei andere Themen das Potenzial haben, die Märkte ordentlich durcheinander zu wirbeln: 1. Eine sich noch weit über den G20-Gipfel<sup>2</sup> hinaus erstre-

ckende Verzögerung einer Deeskalation zwischen China und den USA; 2. Eine US Federal Reserve (Fed), die nach ihren jüngst sehr marktfreundlichen Tönen im Sommer die Zinsen dann doch nicht senkt – vielleicht wegen überraschend guter Wirtschaftszahlen. Oder aber drittens, es deuten sich, im Gegenteil, stärkere konjunkturelle Bremsspuren in den USA, Asien oder Europa an, als der Markt erwartet. Sollte es zu starken Kursrückschlägen kommen, ohne dass wir unser mittelfristiges makroökonomisches Bild revidieren müssen, wären wir Käufer im Markt. Entsprechend defensiv und diversifiziert sind wir derzeit positioniert, was sich bei den einzelnen Anlageklassen wie folgt ausdrückt: Die Aktienquote haben wir deutlich in unserer Allokation runtergefahren. Einige Börsen sind von ihren historischen Rekordständen nicht weit entfernt, zuletzt beflügelt durch den, zumindest vom Markt wahrgenommenen, Powell-Put<sup>3</sup>. Strategisch bevorzugen wir Schwellenländer und die USA, auch wenn wir hier einzelnen Unternehmen und Sektoren kurzfristig noch Rückschläge durch den Handelskrieg drohen. Bei Japan und Europa hingegen sehen wir derzeit wenige Gründe, weshalb sie besser als die anderen Regionen abschneiden könnten.

Anleihen hingegen haben wir in unserem Musterportfolio Übergewichtet. Wir gehen davon aus, dass Staatsanleiherenditen über einen längeren Zeitraum niedrig bleiben werden und wir in den USA die Spitze im Zinserhöhungszyklus gesehen haben. Wirkt die Märkte, insbesondere in den USA, in den vergangenen Wochen noch etwas voreilig, als sie die Renditen immer tiefer schickten, so haben die Entscheidungen der Zentralbanken ihnen letztlich Recht gegeben. In Europa setzen wir verstärkt auf Unternehmensanleihen, da sie eine gute Mischung aus Sicherheit, Diversifikation und Rendite bieten. Größte Sicherheit und Agilität bietet natürlich stets die Kassenposition, die wir ebenfalls in unserer Allokation ausgebaut haben (siehe Graphik).

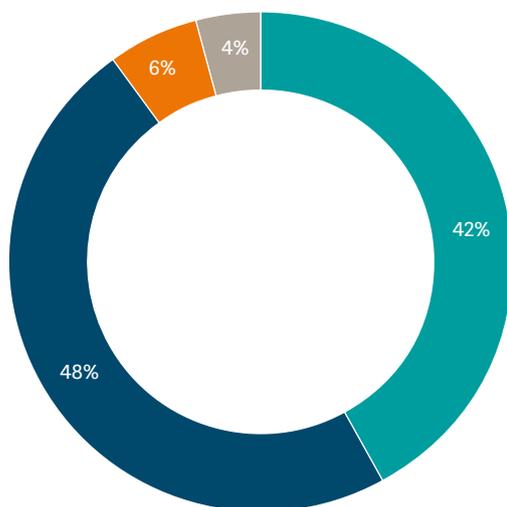
Angesichts der jüngst wieder sehr risikofreudigen Märkte werden wir im Sommer sehr wachsam sein. Wir werden flexibel auf die Fort- oder Rückschritte bei den Handelsstreitigkeiten und dem Reaktionsmuster der Fed reagieren und beobachten, wo der Markt in die eine oder andere Richtung zu viel antizipiert. Marktschwächen würden wir als Einstiegschancen begreifen. Nicht zuletzt, da sich das nun erneut bestätigte strukturell niedrige Zinsumfeld mittelfristig positiv auf Aktien wirken sollte.

<sup>2</sup> Der G20-Gipfel findet dieses Jahr am 28. und 29. Juni 2019 in Osaka statt.

<sup>3</sup> In Anlehnung an den Greenspan-Put, spricht der Markt nach der deutlichen rhetorischen Wende von Fed-Präsident Jerome Powell zum Jahresende 2018 nun auch vom Powell-Put. Damit ist die Bereitschaft der Zentralbank gemeint, im Falle stark fallender Aktienmärkte mit einer expansiven Geldpolitik einzugreifen.

### MULTI-ASSET-ALLOKATION FÜR EUROPA

Breit aufgestellt mit weniger Risiko und mehr Kasse, um für die Chancen im Sommer vorbereitet zu sein.



<b>Aktien</b>	<b>42%</b>
Aktien USA	23%
Aktien Europa	5,5%
Aktien Schwellenländer	5%
Aktien Global Style	5%
Aktien Japan	3,5%
<b>Anleihen</b>	<b>48%</b>
Euro Investment Grade	13%
Eurozone-Staatsanleihen	13%
US-Staatsanleihen	8%
Schwellenländeranleihen (in Hartwährung)	7%
Euro-Hochzinsanleihen	5%
US-Hochzinsanleihen	2%
<b>Alternative Anlagen</b>	<b>6%</b>
Rohstoffe	3%
Wandelanleihen (Euro-abgesichert)	3%
<b>Liquidität</b>	<b>4%</b>

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: 31.05.2019

# Unruhige Großwetterlage

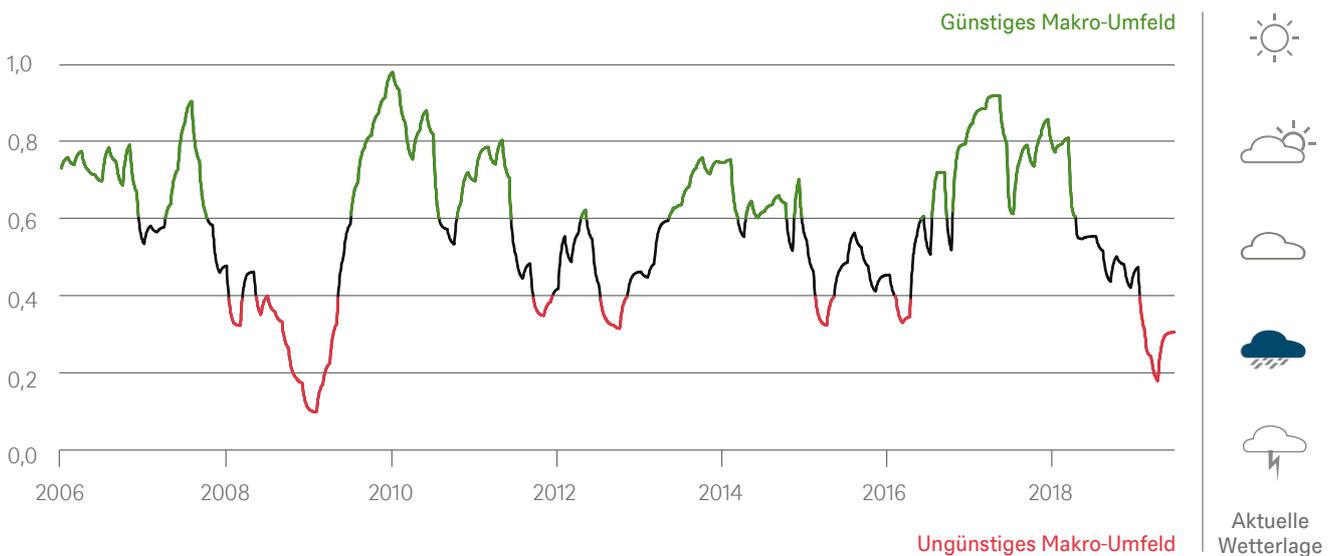
Alle drei Indikatoren zeichnen derzeit ein einheitliches Bild.

Daher ist unserer Meinung nach Vorsicht geboten. Seit gut drei Wochen zeigen alle drei DWS Indikatoren einhellig ein negatives Umfeld an. Der Makro-Indikator befindet sich auf dem niedrigsten Stand seit 2009 und zeigt praktisch keinerlei Verbesserung auf. Der Risiko-Indikator spiegelt einen geringen Risikoappetit der Investoren wider und der Surprise-Indikator zeigt an, dass die Erwartungen der Analysten überwiegend unterboten werden. Die aktuelle Zuspitzung der geopolitischen Risiken, allen voran der Handelsstreit zwischen den USA und China, scheinen zu diesem Bild zu passen. Vor diesem Hintergrund stiftet ein Blick auf die Kapitalmärkte eine gewisse Verwirrung. Alle wichtigen Aktienindizes sind in Reichweite der Jahreshöchststände. Im Falle der US-amerikanischen Aktienmärkte befinden sich diese sogar in Schlagdistanz

zu ihren historischen Hochs. Die sehr taubenhafte Haltung der Zentralbanken scheint diese Divergenz befeuert zu haben. Der Markt traut der US Federal Reserve (Fed) mittlerweile fast drei Zinssenkungen noch in diesem Jahr zu. Unterm Strich zeigen die Indikatoren also aktuell die besondere Fragilität des Marktumfeldes auf. Sollte die Fed die eingepreisten Zinssenkungen nicht liefern, ist wahrscheinlich mit einer Korrektur am Aktienmarkt zu rechnen. Bedenkt man, dass das Wirtschaftswachstum in den USA im ersten Quartal annualisiert bei über drei Prozent lag und nahezu Vollbeschäftigung herrscht, ist eine Enttäuschung der Erwartungen einer baldigen Zinssenkung nicht völlig ausgeschlossen. Oder sehen die Zentralbanken vielleicht etwas auf uns zukommen, das der Aktienmarkt noch nicht sieht?

## MAKRO-INDIKATOR / Kondensiert eine Vielzahl von konjunkturellen Daten

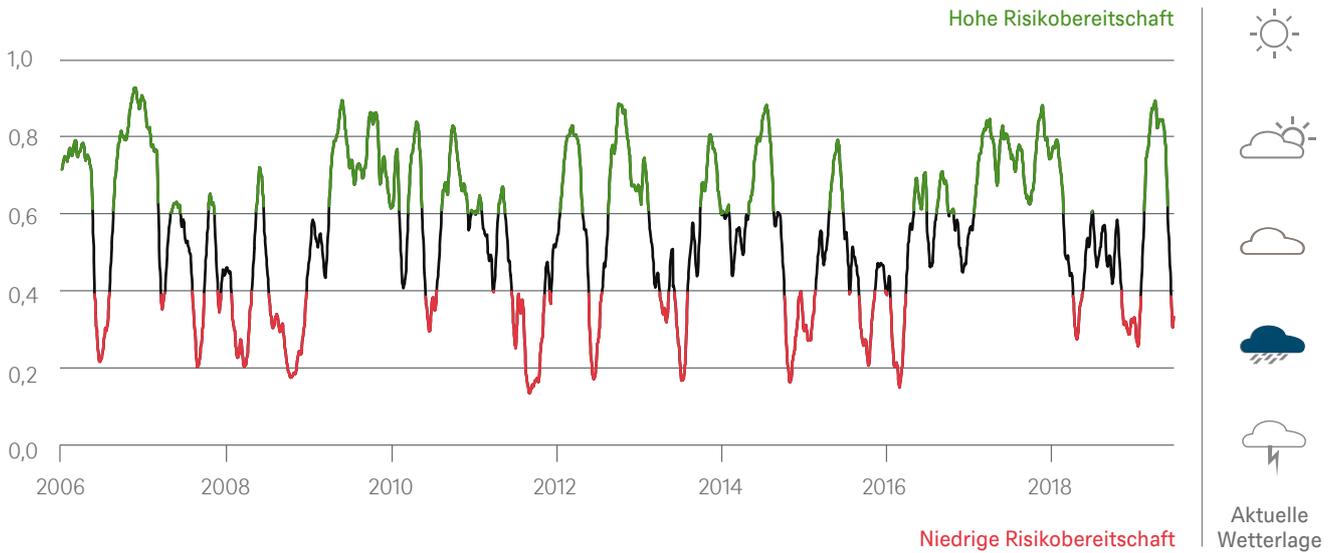
Der Makro-Indikator verzeichnete im April seinen tiefsten Stand seit 2009. Seitdem hat er sich etwas erholt, doch verharrt weiter im tief roten Bereich. Belastend sind insbesondere die globalen Einkaufsmanagerindizes und die Stimmung im produzierenden Gewerbe.



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 Ertragserwartungen erfüllt werden. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 19.06.2019

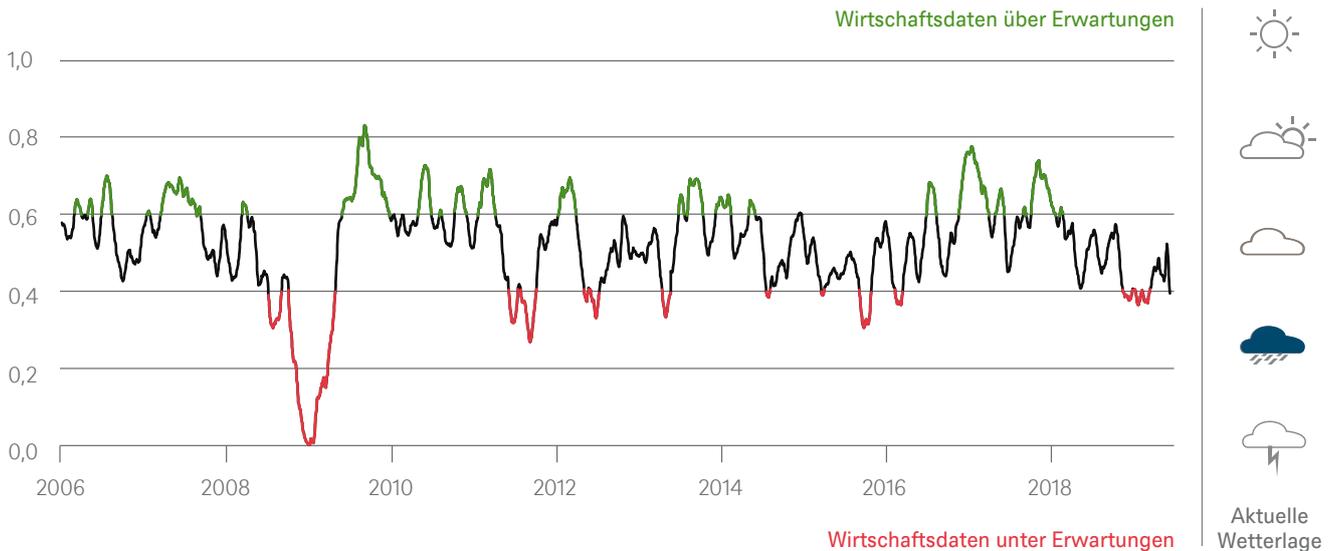
**RISIKO-INDIKATOR /** Gradmesser für die aktuelle Risikoneigung an den Finanzmärkten

Nach der Erholung des Risiko-Indikators im ersten Quartal hat die spontane Verschärfung der Rhetorik im Handelskonflikt seitens der USA das Risiko-Sentiment sehr schnell eingetrübt. Mitte Mai ist der Risiko-Indikator in den negativen Bereich zurückgefallen und steht aktuell in etwa auf dem sehr niedrigen Niveau von Ende 2018.



**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. Jüngst sind jedoch alle Hauptregionen (USA, Europa und Asien) gleichzeitig im negativen Bereich. Die Erwartungen werden also regelmäßig enttäuscht.



Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: 10.06.2019

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 Ertragserwartungen erfüllt werden. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 19.06.2019

## Europas grüne Welle

Was erklärt das gute Abschneiden grüner Parteien bei den Europawahlen? Und was sind die Folgen, nicht zuletzt in Sachen Klimaschutz?

- \_ Bei den Wahlen zum Europäischen Parlament im Mai 2019 konnten grüne Parteien teils beträchtliche Stimmengewinne verzeichnen.
- \_ Sie dürften ihre Ziele zur Verringerung der globalen Erwärmung nun mit noch mehr Nachdruck verfolgen.
- \_ Die Konsequenzen für den Rest der Welt könnten beträchtlich sein. Nicht zuletzt in Handelsfragen spielt das Europaparlament inzwischen eine wichtige Rolle.



Petra Pflaum  
CIO for Responsible Investments

Keine politische Überraschungen können bisweilen große Wellen schlagen – wie ein Stein, der ins Wasser fällt und weite Kreise zieht. Dieses Bild lässt sich auch auf die Europawahlen übertragen, bei denen in allen Mitgliedsstaaten vom 23. bis 26. Mai die Mitglieder des Europäischen Parlaments (MdEP) neu gewählt wurden. Die Wahlergebnisse dürften auf lange Sicht von großer Bedeutung sein, besonders wenn es um ESG-Fragen (Umwelt, Soziales, Unternehmensführung) geht.

In den Monaten vor der Europawahl hatten viele Beobachter eine erneute populistische Welle befürchtet. Wir hatten bei unseren Einschätzungen vor der Wahl Zweifel an diesen Prognosen angemeldet („Europawahl: Heimspiel für die Populisten?“ vom 12. März 2019). Letzten Endes verhalf die Europawahl 2019 den rechten, euroskeptischen Parteien nicht zum Durchbruch. So mussten zum Beispiel im Vereinigten Königreich die euroskeptischen Parteien zusammengerechnet im Vergleich zu 2014 drastische Einbußen sowohl beim Wähleranteil als auch bei den Mandaten im Europaparlament hinnehmen. Das Land verfolgt nach wie vor seinen nunmehr für den 31. Oktober 2019 geplanten Austritt aus der Europäischen Union, seine von ihm jetzt ins Europaparlament entsandten Mitglieder sind aber möglicherweise die europafreundlichste

Truppe der letzten 20 Jahre. Auf der anderen Seite des Ärmelkanals verlor der französische Rassemblement National von Marine Le Pen sowohl an Prozentanteilen als auch an Parlamentssitzen.<sup>1</sup>

Die größten Gewinner waren sowohl in Frankreich als auch im Vereinigten Königreich grüne und liberale Parteien. In vielen der 28 EU-Mitgliedsstaaten bot sich ein ähnliches Bild. Das Gleichgewicht zwischen den die EU insgesamt befürwortenden Zentrumskräften und den Gegnern einer weiteren Integration hat sich eigentlich kaum verändert. Aber wer die Zentrumskräfte im Europaparlament sein werden hat sich deutlich verschoben. Die Fraktion der Grünen / Europäischen Freien Allianz (Grüne/EFA) konnte die Zahl ihrer Abgeordneten von 52 auf 75 deutlich steigern (von insgesamt 751 Sitzen, solange das Vereinigte Königreich EU-Mitglied ist). Das starke Abschneiden der Grünen/EFA ist vor allem deshalb so bemerkenswert, weil länderübergreifende Korrelationen bei Europawahlen bisher eher selten waren.<sup>2</sup>

Dieses Mal schlugen sich die Grünen in vielen EU-Mitgliedsländern weit besser als in den Umfragen vorhergesagt. Nicht nur in den traditionellen Hochburgen Österreich, Deutschland, Skandinavien und den Beneluxstaaten erzielten sie

<sup>1</sup> Genauer aufgeschlüsselt werden die Wahlergebnisse unter <http://www.europarl.europa.eu/elections2014-results/de/election-results-2009.html> und <https://www.election-results.eu/european-results/2019-2024/>

<sup>2</sup> Siehe dazu unseren Beitrag: „EU – die bessere Wahl?“ vom 3. Mai 2019

beachtliche Ergebnisse, auch in Irland und Portugal konnten sie überraschend zulegen. Zwar blieben die grünen Parteien in vielen neuen osteuropäischen EU-Mitgliedsstaaten sowie im Süden Europas, zum Beispiel in Italien, schwach. In den letzten Wochen zeichnet sich allerdings immer deutlicher ab, dass der Einfluss der Grünen auf die politischen Entscheidungen der nächsten Europäischen Kommission größer werden könnte als die Zahl ihrer Parlamentsabgeordneten vermuten lässt.

Ein Grund hierfür liegt in der Wechselbeziehung zwischen nationaler und europäischer Politik. In den großen Mitgliedsstaaten Deutschland und Frankreich sorgt das gute Abschneiden grüner Parteien im Europaparlament bereits für einen breiten Stimmungsumschwung, besonders gegenüber dem Klimawandel. Das hat sicher auch mit der Stärke neuer, vor allem von Jugendlichen angeführten Protestbewegungen zu tun, die sofortige politische Maßnahmen fordern. Seit der Europawahl greifen auch andere Parteien grüne Themen wieder verstärkt auf. Besonders deutlich ist das in Deutschland zu beobachten, wo die Grünen auf dem besten Weg sind, zur stärksten politischen Kraft zu werden.<sup>3</sup>

Dies ist deshalb wichtig, weil sich in den kommenden Wochen und Monaten die Zusammensetzung der nächsten Europäischen Kommission entscheidet. Durch den Vertrag von Lissabon verfügt das Europaparlament jetzt außerdem über mehr Einfluss, nicht zuletzt in Handelsfragen. Das könnte weitreichende Auswirkungen auf den Rest der Welt haben.

Bereits das letzte Europäische Parlament war zunehmend bereit, Handelsspannungen in Kauf zu nehmen, um seine Klimaziele und die Achtung der Menschenrechte sowie bessere

Standards am Arbeitsmarkt und im Umweltschutz zu erreichen.<sup>4</sup> Jüngste EU-Handelskonflikte mit Indonesien, Thailand und Malaysia im Streit um europäische Palmölimporte könnten einen Vorgeschmack auf die künftige europäische Handelspolitik bieten.<sup>5</sup> Auch für jedes mit der Regierung Trump auszuhandelnde Handelsabkommen dürfte das Europäische Parlament eine große Hürde sein. Diesseits und jenseits des Atlantiks könnten außerdem Vorschläge für die Einführung einer CO<sub>2</sub>-Grenzsteuer breitere Unterstützung finden.<sup>6</sup> Bereits jetzt bildet sich ein Konsens heraus, in Europa die Mineralölsteuerbefreiung für die Luftfahrt zu beenden – angesichts der Zunahme der CO<sub>2</sub>-Emissionen durch den Flugverkehr ein äußerst dringliches Thema.<sup>7</sup>

Natürlich bleibt abzuwarten, wie lange die grüne Welle anhält. In den Ländern, in denen grüne Parteien bereits etabliert sind, mussten sie in den letzten Jahrzehnten ein heftiges Auf und Ab der Wahlergebnisse erleben. In Deutschland ist es gerade einmal zwei Jahre her, dass die Grünen bei mehreren Landtagswahlen um ihren Einzug bangten. Im Nachbarland Österreich wurde 2016 der erste grüne Präsident Europas gewählt. Ein Jahr später scheiterten die österreichischen Grünen an der 4-Prozent-Hürde und waren somit zum ersten Mal seit 1986 nicht im Österreichischen Nationalrat vertreten. Für die europäische Politik insgesamt scheint trotzdem auf Sicht der kommenden Jahre eine Reihe vernünftiger politischer Änderungen möglich, mit deren Hilfe es vielleicht gelingt, die Risiken des Klimawandels abzuschwächen.

<sup>3</sup> Umfrageergebnisse unter <https://www.wahlrecht.de/umfragen/>

<sup>4</sup> Deringer, H.; Hosuk, L. and Murty, D. (2019) "Europe and South-East Asia: Shifting from Diplomacy to Unilateralism" in European Centre for International Political Economy (ECIPE) Policy Briefs, unter <https://ecipe.org/publications/europe-asia-shifting-unilateralism/>

<sup>5</sup> Nähere Einzelheiten unter <https://www.dw.com/en/malaysia-threatens-to-raise-stakes-in-eu-palm-oil-spat/a-48075278>; <https://www.dw.com/en/does-eu-bio-fuel-deal-compromise-the-environment-for-trade-with-southeast-asia/a-44350293> und zu ähnlichen Themen mit US-Sojabohnen: <https://www.euractiv.com/section/agriculture-food/news/us-soy-for-producing-biofuels-an-unsustainable-giveaway-to-trump/> und <https://www.reuters.com/article/us-usa-trade-eu/eu-seeks-to-soothe-u-s-by-clearing-soybeans-for-biofuel-idUSKCN1PN1GT>

<sup>6</sup> <https://www.ft.com/content/016adba8-82ed-11e9-b592-5fe435b57a3b>

<sup>7</sup> <https://www.ft.com/content/1ce24798-733b-11e9-bbfb-5c68069fbd15>

## MAKRO / Gar nicht so schlecht

### BIP-Wachstum (in % zum Vorjahr)

Region	2019P		2020P
USA	2,5	↘	2,0
Eurozone	1,2	→	1,2
Vereinigtes Königreich	1,4	↗	1,5
Japan	0,5	↗	0,6
China	6,0	→	6,0
Welt	3,4	→	3,4

### Haushaltsdefizit (in % des BIP)

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

### Inflation (in % zum Vorjahr)

Region	2019P		2020P
USA <sup>1</sup>	1,9	↗	2,0
Eurozone	1,4	↗	1,5
Vereinigtes Königreich	1,8	↗	2,1
Japan	0,9	↗	1,7
China	1,5	↗	1,8

### Leistungsbilanz (in % des BIP)

Region	2019P		2020P
USA	-2,7	↗	-2,6
Eurozone	2,9	→	2,9
Vereinigtes Königreich	-3,5	↗	-3,2
Japan	3,8	↗	4,1
China	0,6	↘	0,2

### Leitzinsprognosen (in %)

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

### Rohstoffe (in Dollar)

	Aktuell*		Jun 2020P
Rohöl (WTI)	58,5	→	60
Gold	1.410	→	1.400
Kupfer (LME)	5.993	↗	6.400

\* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 28.06.2019

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

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 24.06.2019

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: 28.06.2019

## AKTIEN / Vorsicht geboten

	Aktuell*		Jun 2020P		Total Return (erwartet) <sup>1</sup>	Erwartetes Gewinnwachstum	Einfluss KGV-Veränderung	Dividendenrendite
			Prognose					
USA (S&P 500)	2.942	↗	3.000		4,0%	5%	-3%	2,0%
Europa (Stoxx Europe 600)	385	→	380		2,4%	5%	-6%	3,7%
Eurozone (Euro Stoxx 50)	3.474	→	3.370		0,7%	5%	-8%	3,7%
Deutschland (Dax) <sup>2</sup>	12.399	→	12.300		-0,8%	6%	-10%	3,2%
Vereinigtes Königreich (FTSE 100)	7.426	→	7.220		1,9%	3%	-6%	4,7%
Schweiz (Swiss Market Index)	9.898	→	9.450		-1,2%	7%	-12%	3,3%
Japan (MSCI Japan Index)	936	↗	970		6,0%	-1%	5%	2,4%
MSCI Emerging Markets Index (USD)	1.055	↗	1.080		5,3%	5%	-3%	3,0%
MSCI AC Asia ex Japan Index (USD)	653	↗	680		6,9%	5%	0%	2,7%

\* Quellen: Bloomberg Finance L.P., FactSet Research Systems Inc.; Stand: 28.06.2019

<sup>1</sup> Erwarteter Total Return enthält gegebenenfalls Zinsen, Dividenden und Kursgewinne

<sup>2</sup> Performance-Index (enthält Dividenden)

## ANLEIHEN / Das war's dann wohl mit Zinserhöhungen

### USA

	Aktuell*		Jun 2020P
US-Staatsanleihen (10 Jahre)	2,01%	→	2,00%
US-Kommunalanleihen	81%	→	80%
US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen	109 bp	→	105 bp
US-Hochzinsanleihen	377 bp	↗	440 bp
Besicherte Anleihen: Mortgage Backed Securities <sup>1</sup>	39 bp	→	38 bp

### Europa

	Aktuell*		Jun 2020P
Deutsche Bundesanleihen (10 Jahre)	-0,33%	↗	-0,10%
UK-Staatsanleihen (10 Jahre)	0,83%	↗	1,50%
EUR Investment-Grade-Unternehmensanleihen <sup>2</sup>	124 bp	↘	90 bp
EUR Hochzinsanleihen <sup>2</sup>	379 bp	→	380 bp
Besicherte Anleihen: Covered Bonds <sup>2</sup>	49 bp	→	50 bp
Italienische Staatsanleihen (10 Jahre) <sup>2</sup>	243 bp	↗	270 bp

\* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 28.06.2019

<sup>1</sup> Bloomberg Barclays MBS Forward Index

<sup>2</sup> Spread bezogen auf deutsche Bundesanleihen

### Asien-Pazifik

	Aktuell*		Jun 2020P
Japanische Staatsanleihen (10 Jahre)	-0,16%	↗	0,15%
Asiatische Unternehmensanleihen	265 bp	→	265 bp

### Global

	Aktuell*		Jun 2020P
Schwellenländer Staatsanleihen	344 bp	↘	330 bp
Schwellenländer Unternehmensanleihen	330 bp	↘	300 bp

### Währungen

	Aktuell*		Jun 2020P
EUR vs. USD	1,14	→	1,15
USD vs. JPY	108	→	107
EUR vs. GBP	0,90	→	0,88
GBP vs. USD	1,27	→	1,30
USD vs. CNY	6,87	→	7,00

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 24.06.2019  
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: 28.06.2019

**Bank of England (BoE)** – Zentralbank des Vereinigten Königreichs mit Sitz in London

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

**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

**Carry** – Im Zusammenhang mit Zinspapieren jener Teil des Ertrages, der nicht durch Kurssteigerung, sondern durch laufende Zahlungen (Kupons) erzielt wird

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

**Corporate Governance** – Englisch für Unternehmensführung. Beschreibt den Ordnungsrahmen für die Leitung und Kontrolle von Unternehmen

**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

**Dollar (USD)** – Währungseinheit der USA

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

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

**EU-Kommission oder Europäische Kommission** – Exekutivorgan der EU, das die Interessen der gesamten EU vertritt

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

**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

**Fed Funds Rate** – US-Leitzins, zu dem sich die Geschäftsbanken bei der Notenbank über Nacht Geld leihen können

**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

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

**G20** – Gruppe der 20 größten Industrienationen und Schwellenländer der Welt. Hierzu gehören neben den G8-Staaten und der EU: Argentinien, Australien, Brasilien, China, Indien, Indonesien, Mexiko, Saudi-Arabien, Südafrika, Südkorea und die Türkei

**Gilts** – Britische Staatsanleihen

**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

**ICE BofA Merrill Lynch US High Yield Index** – US-Hochzinsanleihenindex, der auch Nullkuponanleihen und Anleihen mit Recht auf Zahlungen in Sachleistung (PIK-Note) beinhaltet

**Illiquidität** – Bezeichnet fehlende Liquidität und damit die fehlende Möglichkeit, Vermögenswerte schnell und in großem Umfang und ohne größere Preisreaktion im Markt kaufen oder verkaufen zu können.

**Inflation** – Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

**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

**J.P. Morgan Emerging Market Bond Index** – Index, der Investoren Zugang zu einer Reihe verschiedener Schwellenländeranleiheindizes bietet und unter anderem in Fremdwährung denominierten Schwellenländeranleihen (z.B. Unternehmensanleihen) investiert ist

**Kongress der Vereinigten Staaten** – Das Gesetzgebungsorgan der Vereinigten Staaten, das aus dem Senat und dem Repräsentantenhaus besteht

**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

**Limited Partnership (LP)** – Eine Limited Partnership (abgekürzt LP oder L.P.; englisch für Beschränkte Partnerschaft) ist eine angelsächsische Unternehmensrechtsform, die mit einer deutschen Kommanditgesellschaft vergleichbar ist und aus mindestens zwei Gesellschaftern besteht

**Markit iBoxx EUR Liquid High Yield Index** – Index, der die Entwicklung von liquiden in Euro denominierten Anleihen unterhalb vom „Investment-Grade“ Rating abbildet

**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 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 World Index** – Index für 23 entwickelte Industrienationen, der über 1.600 große und mittelgroße notierte Unternehmen beinhaltet

**Multi Asset** – Unter diesem Begriff versteht man verschiedene Anlageklassen wie beispielsweise Aktien, Anleihen und Rohstoffe

**Multi-Asset-Fonds** – ein Fonds, der in verschiedene Anlageklassen investieren darf. Dies ermöglicht eine höhere Diversifikation und Flexibilität

**Multiple** – Multiplikator; finanzieller Quotient zur Analyse von Aktien (z.B. KGV)

**Nettovermögenswert (Net Asset Value)** – Wert aller materiellen und immateriellen Vermögensgegenstände eines Unternehmens abzüglich der Verbindlichkeiten

**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

**Private Equity** – Bereitstellung von Eigenkapital zur Beteiligung an (ursprünglich) außerbörslich gehandelten Unternehmen

**Put-Option** – Wertpapier, das dem Besitzer das Recht (aber nicht die Verpflichtung) gibt, einen zugrundeliegenden Basiswert zu einem festgelegten Preis und zu einer festgelegten Zeit (Europäische Option) oder während eines festgelegten Zeitraums (Amerikanische Option) zu verkaufen

**Rendite** – Verhältnis der Auszahlungen zu den Einzahlungen einer Investition

**Rendite-(oder Ertrags)-Risiko-Verhältnis** – Kennzahl, die die Rendite einer Investition ins Verhältnis zum Risiko setzt

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

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

**Schwellenländer (Schwellenmärkte)** – Länder auf dem Weg zur Industrialisierung

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

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

**Taube** – Verfechter einer expansiven Geldpolitik

**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

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

**Yen** – Japanische Währung

## WERTENTWICKLUNGEN / Überblick

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

	05/14 – 05/15	05/15 – 05/16	05/16 – 05/17	05/17 – 05/18	05/18 – 05/19
Asiatische Unternehmensanleihen	1,9%	3,2%	-12,8%	7,6%	8,5%
Besicherte EUR-Anleihen: Covered Bonds	4,7%	1,8%	0,2%	0,2%	2,6%
Besicherte US-Anleihen: Mortgage Backed Securities	3,3%	2,7%	1,2%	-0,3%	5,5%
Dax	14,8%	-10,1%	22,9%	-0,1%	-7,0%
Deutsche Bundesanleihen (10 Jahre)	7,5%	4,4%	0,0%	0,8%	5,0%
EUR Hochzinsanleihen	5,4%	0,6%	9,5%	1,5%	2,2%
EUR Investment-Grade-Unternehmensanleihen	4,3%	2,0%	2,8%	0,6%	3,1%
Euro Stoxx 50	10,1%	-14,2%	16,0%	-4,2%	-3,7%
FTSE 100	2,0%	-10,8%	20,7%	2,1%	-6,7%
ICE BofA Merrill Lynch US High Yield Index	1,8%	-0,9%	13,9%	2,3%	5,4%
Italienische Staatsanleihen (10 Jahre)	10,2%	6,6%	-2,5%	-2,9%	6,2%
J.P. Morgan Emerging Market Bond Index	0,5%	6,3%	8,9%	-3,7%	6,2%
Japanische Staatsanleihen (10 Jahre)	2,5%	4,7%	-1,2%	0,4%	1,5%
Markit iBoxx EUR Liquid High Yield Index	3,6%	0,1%	7,4%	0,8%	2,2%
MSCI AC Asia ex Japan Index	8,0%	-19,5%	25,1%	14,7%	-13,2%
MSCI AC World Index	3,1%	-7,4%	15,2%	9,7%	-3,3%
MSCI Emerging Market Index	-2,3%	-19,6%	24,5%	11,5%	-10,9%
MSCI Japan Index	39,2%	-19,4%	12,5%	10,5%	-11,8%
MSCI World Index	3,7%	-5,9%	14,2%	9,5%	-2,2%
S&P 500	9,6%	-0,5%	15,0%	12,2%	1,7%
Schwellenländer Staatsanleihen	2,5%	4,5%	9,8%	-0,6%	7,5%
Schwellenländer Unternehmensanleihen	3,3%	2,2%	9,0%	0,2%	8,4%
Stoxx Europe 600	16,2%	-13,1%	12,2%	-1,8%	-3,7%
Swiss Market Index	6,5%	-11,1%	9,7%	-6,2%	12,6%
UK-Staatsanleihen (10 Jahre)	7,8%	5,5%	5,2%	-0,4%	4,8%
US-Hochzinsanleihen	2,0%	-0,8%	13,6%	2,3%	5,5%
US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen	2,8%	3,3%	3,9%	0,1%	7,4%
US-Kommunalanleihen	2,8%	-29,2%	16,2%	27,7%	-31,9%
US-Staatsanleihen (10 Jahre)	5,0%	4,4%	-0,4%	-2,4%	8,6%
US-Staatsanleihen (2 Jahre)	0,8%	0,7%	0,6%	-0,1%	3,5%
US-Staatsanleihen (30 Jahre)	9,7%	8,4%	-1,6%	0,1%	11,0%

Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 31.05.2019

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: 31.05.2019

## 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. 25. Juni 2019

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

CRC 068931 (07/2019)



