



# Q IO VIEW

Dezember 2019

12-MONATSAUSBLICK  
AUF KONJUNKTUR UND MÄRKTE



# Inhalt

## Letter to Investors

Gutes Jahr, schwaches Jahrzehnt voraus .....	4
--	---

## Makro

Erste Zeichen einer Stabilisierung .....	6
--	---

## Renten

Wer Rendite sucht, muss ins Risiko gehen .....	10
--	----

## Aktien

Von TINA zu FOMO .....	13
Bewertungen im Überblick .....	16

## Alternative Anlagen

Der Wohnungsmieter von heute .....	18
------------------------------------	----

## Multi Asset

2020 wird mit 2019 kaum mithalten können .....	21
Allokation .....	25
Indikatoren: Wechselhafte Aussichten mit sonnigen Abschnitten .....	26

## ESG

Wenn Wasser knapp wird: globale Auswirkungen .....	28
--	----

## Prognosen

Prognosen zu Wirtschaft und Märkten .....	32
---	----

## Glossar

Zusammenfassung zentraler Begriffe aus dem CIO View .....	34
---	----

25. November 2019

## Gutes Jahr, schwaches Jahrzehnt voraus

**Die Rahmenbedingungen für ein gutes Anlagejahr sind nicht schlecht. Aber an die abgelaufenen dürfte die neue Dekade kaum heranreichen.**

“Einen Konjunktur- oder Markteinbruch erwarten wir nicht. Undenkbar sind sie aber nicht. Wir starten daher vorsichtig optimistisch ins neue Jahr.”

Stefan Kreuzkamp  
Chief Investment Officer



Der Gedanke, dass dieser Ausblick nicht nur einem neuen Jahr, sondern dem Beginn eines neuen Jahrzehnts gilt, flößt Respekt ein. Über die Herausforderungen, die es in den kommenden zehn Jahren zu meistern gilt, könnte man ganze Bücher schreiben. Fest steht, dass die Taktung der Veränderungen zunehmen wird. Sei es in der Politik, der Wirtschaft oder natürlich der Technologie. Letztere wird auch unsere Branche stark beschäftigen, ebenso wie weitere Regulierungsänderungen. Dabei bleibt schon das Kerngeschäft, die verantwortungsvolle Vermögensverwaltung, herausfordernd genug. Wir müssen uns fragen, welche Regionen in zehn Jahren über welches Potenzialwachstum verfügen könnten, wohin sich langfristig Zins und Inflation bewegen werden, aber auch wohin die Welt gesellschaftspolitisch steuert. Wir rechnen, um es vorweg zu nehmen, nicht damit, dass sich im kommenden Jahrzehnt ähnliche Renditen wie im vergangenen erzielen lassen werden. Darauf müssen wir uns und unsere Kunden vorbereiten.

Hier im Quarterly CIO View geht es jedoch nur um die kommenden ein bis zwei Jahre. Das „nur“ soll nicht suggerieren, dass es sich dabei um eine leichte Übung handelt. Man ist bereits mit der Deutung des ablaufenden Jahres gut beschäftigt. Es schickt sich an, eines der besten Anlagejahre seit langem zu werden. Damit hatten wir nicht gerechnet, obwohl wir etwa mit unserer Skepsis bezüglich des Brexit, des Han-

delsstreits und der US-Unternehmensgewinne richtig lagen. Letztere fielen sogar noch deutlicher als prognostiziert aus, per Jahresresultimo könnte ein dürftiges Nullwachstum für 2019 rausspringen. Gleichzeitig werden die Konsens-Gewinnschätzungen für 2020 weiter nach unten revidiert. Dass der S&P 500 seit Jahresbeginn über rund ein Viertel zugelegt hat, könnte insbesondere drei Faktoren geschuldet sein:

1. Spätestens mit der Invertierung der Zinskurve (2- und 10-jähriger US-Staatsanleihen) im August kochten die Rezessionsängste hoch, die sich jedoch im Spätherbst wieder legten.
2. Die Anleger glaubten, den Höhepunkt politischer Unsicherheit hinter sich gelassen zu haben, nachdem das Risiko eines ungeordneten Brexit sowie eine weitere Eskalation des amerikanisch-chinesischen Handelsstreits vom Tisch schienen.
3. Entscheidend dürfte jedoch die überraschend lockere US-amerikanische Zentralbank gewesen sein, die nicht nur von weiteren Zinserhöhungen abgesehen, sondern die Zinsen sogar gesenkt hat. Zudem kündigte die Fed im März an, ihre Bilanz ab September nicht weiter schrumpfen zu lassen. Und im Zuge der Unruhen am Repo-Markt führte sie dem Markt sogar frische Milliardenbeträge zu. Flankiert wurde dies von anderen ebenfalls expansiver agierenden Zentralbanken.

Zyniker konnten sich dieses Jahr also leicht in ihrer Vermutung bestätigen sehen, dass diese überschuldete Welt schlicht keine höheren Zinsen verträgt und die Zentralbanken allzeit Gewähr bei Fuß stehen, falls Wirtschaft oder Kapitalmärkte aufgrund von Liquiditätsentzug zu zittern beginnen. Mit Blick auf die Dollar-Stärke könnte auch eine andere zynische Sichtweise Zulauf gewinnen: Es spielt keine Rolle für die Dollar-Stärke und die US-Staatsanleiherenditen, wie sehr die USA über ihre Verhältnisse leben<sup>1</sup> und welch einen Schuldenberg sie aufbauen. Denn die Beträge, die sie der Welt schulden, müssen sie ja nicht erwirtschaften. Sie können sie einfach drucken. Kurzfristig mag das funktionieren. Langfristig ist dieses Argument ohnehin fragwürdig und wird von der Historie widerlegt. Besonders fragwürdig wird das Vertrauen auf die Unverwundbarkeit des Dollars und der Treasuries angesichts der protektionistischen, sich zunehmend von multilateralen Bündnissen loslösenden Politik der USA. Doch wann genau der Dollar als Folge von Außenpolitik und Zwillingdefizit anfangen wird zu schwächeln ist genauso ungewiss wie der Zeitpunkt, an dem die jahrelange Ausweitung der Geldmenge in Inflation münden wird. Vor solchen langfristigen Gefahren zu früh zu warnen, oder sich gar entsprechend früh zu positionieren, kann einem kurzfristig wenig Freude und Freunde machen. Ignorieren darf man sie deshalb aber nicht.

Wir gehen nicht davon aus, dass diese Themen 2020 auf die Tagesordnung gelangen werden. Wir denken vielmehr, dass ein Großteil der Anleger im kommenden Jahr mit Blick auf die großzügigen Zentralbanken weiterhin nach der mittlerweile berühmt-berüchtigten Devise im Markt agieren wird, nach der man tanzen sollte, solange die Musik spielt. Das ist nicht ganz unberechtigt, denn auch uns fällt es schwer, genügend Gründe dafür zu finden, dass die Musik 2020 schon stoppen wird. Sie wird aber sicherlich spürbar langsamer gespielt werden. Das gilt weniger für das globale Wirtschaftswachstum, das wir 2020 auf gleicher Höhe wie 2019 erwarten, nämlich bei 3,1 Prozent. Aber es gilt für die Kapitalmärkte. Im Grunde rechnen wir mit ähnlichen Zwölfmonatsrenditen wie wir sie für 2019 erwartet hatten – im einstelligen Bereich. Noch einmal können die Zentralbanken die Märkte nicht überraschen wie dieses Jahr. Zudem sind Aktien zwischenzeitlich teurer geworden (zweistellige Kursanstiege bei flachem Gewinnwachstum).

Politisch hat sich auch einiges verändert – ob in Summe zum Positiven würden wir bezweifeln. Im US-chinesischen Handelsstreit ist man de facto 2019 kaum vorangekommen. Mit der Eskalation der Proteste in Hongkong hat der Umgang mit China eine zusätzliche Komplexität erhalten. Der Brexit wird ebenfalls 2020 noch nicht vom Tisch sein. Die Wahlen vereinfachen die Situation keineswegs. Ein Resultat der politischen Unsicherheit ist eine angesichts der Ist-Situation erstaunlich hohe Skepsis der Unternehmensführer auf beiden Seiten des Atlantiks. Sie äußert sich unter anderem in einer zunehmenden Investitionszurückhaltung. Dass die Staaten, vor allem Deutschland, diese Investitionsmüdigkeit mittels eigener Fiskalpakete kompensieren werden, bezweifeln wir. Ebenso bezweifeln wir, dass China sich anschicken wird, diese Lücke zu füllen. Für das Reich der Mitte rechnen wir mit einem Wachstum leicht unterhalb von sechs Prozent.

Damit bleibt Asien aber immer noch die Wachstumslokomotive und eine unserer bevorzugten Regionen im kommenden Jahr, sowohl für Aktien als auch für Anleihen. Bei letzteren wird einmal mehr die Suche nach positiven Renditen im Vordergrund stehen, was Anleger weiter in Anleihen von Schwellenländern und Unternehmen treiben dürfte. Hier stellt die Europäische Zentralbank im Euroraum erneut einen preisinsensiblen Käufer, der die Nachfrage konstant hoch hält. Angesichts fortbestehender Risiken werden wir auch 2020 Sicherheitskomponenten in unsere Portfolios integrieren. Seien es länger laufende US-Staatsanleihen oder Gold. Unabhängig von der strategischen Vermögensgewichtung in unseren einzelnen Portfolios werden wir 2020 die Ausrichtung aller Anlagen nach ESG-Kriterien vertiefen. Unsere frühzeitige Konzentration auf dieses Thema hat sich auch 2019 ausgezahlt, als gerade das Thema Umwelt weltweit die Schlagzeilen dominierte. Wir werden unsere Anstrengungen hier weiter ausbauen, da wir das „wie“ bei der Erzielung von Erträgen nicht ignorieren wollen und können.

Unseren 12-Monats-Ausblick in Zahlen finden Sie in unseren „Prognosen“.

<sup>1</sup> Das Congressional Budget Office rechnet damit, dass das jährliche US-Budgetdefizit über die kommende Dekade eine Billionen Dollar nicht unterschreitet.

# Erste Zeichen einer Stabilisierung

Weniger Risiken für das globale Wachstum als in den letzten Monaten, wir bleiben vorsichtig optimistisch.

- \_ In den letzten Monaten haben sich die wirtschaftlichen Frühindikatoren stabilisiert.
- \_ Noch scheint ein Waffenstillstand im Handelskonflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China möglich.
- \_ Ähnlich wie der Handelskonflikt bedeutet der Brexit hauptsächlich eines: anhaltende Unsicherheit.



Johannes Müller  
Head of Macro Research

So weit, so gut. In den letzten Monaten sind die wirtschaftlichen Frühindikatoren stabiler geworden – eine notwendige Voraussetzung, um eine Rezession zu vermeiden. Insgesamt wird sich aber aus unserer Sicht eine temporäre Verlangsamung, vor der wir seit längerem warnen, nicht gänzlich umkehren lassen. Tatsächlich mussten wir viele unserer Wachstumsprognosen für dieses und nächstes Jahr noch einmal leicht zurücknehmen. Für die Eurozone rechnen wir für 2019 mit einem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 1,1 Prozent und für 2020 um 0,9 Prozent, also 0,1 bzw. 0,2 Prozentpunkte weniger als bisher angenommen. Die Prognose für das US-Wachstum mussten wir noch stärker kürzen: Sie liegt jetzt für dieses Jahr bei 2,2 Prozent und für 2020 bei 1,6 Prozent.

Dennoch bleiben wir vorsichtig optimistisch. 2021 dürfte sich das globale Wachstum hauptsächlich aufgrund des Aufschwungs in mehreren größeren Schwellenländern – in Indien, Brasilien und Russland, nicht jedoch in China – wieder beschleunigen. Die Entwicklung in all diesen Ländern wird häufig isoliert betrachtet. In ähnlicher Weise verweisen heutzutage viele auf die Eigenheiten der amerikanischen oder britischen Politik, wenn es um die handelspolitischen Maßnahmen der US-Regierung oder den Brexit geht. Nationale Eigenheiten sind natürlich immer interessant. Aus der sorgfältigen Analyse einzelner Länder lassen sich häufig Lehren ziehen, egal ob es um das Verständnis der politischen oder der wirtschaftlichen Dynamik geht. Zum Beispiel in China.

In der Volksrepublik rechnen wir 2020 mit einer Verlangsamung des BIP-Wachstums auf 5,8 Prozent, 2021 dürfte es bei 5,6 Prozent liegen. Der schwelende Handelskonflikt ist nur einer der Gründe. Schwerer wiegt die demographische Entwicklung: 2021 werden 25 Millionen Chinesen das Rentenalter erreichen. Gleichzeitig werden nur 15 Millionen junge Menschen in das Arbeitsleben eintreten, sodass deutlich mehr Arbeitskräfte fehlen werden, als sich bereits jetzt in einigen Bereichen abzeichnet.<sup>1</sup> Dabei ist die Demographie nicht der einzige wunde Punkt Chinas. Die Verschuldung privater Haushalte ist drastisch und wesentlich schneller gestiegen als das BIP. Dazu kommt der Übergang Chinas zu einer immer stärker dienstleistungsorientierten Wirtschaft, sodass die zweistelligen Wachstumsraten früherer Jahrzehnte in weite Ferne rücken dürften.

Das alles ist nicht neu. Chinakenner sind seit gut zehn Jahren in Sorge, dass das Land von der demographischen Entwicklung überrollt wird, bevor sein Pro-Kopf-Einkommen das Niveau der reichen Länder erreicht. Ein langsames Wirtschaftswachstum ist auch nicht unbedingt ein schlechtes Zeichen, solange sich die niedrigeren Wachstumsraten konstant halten lassen. Aus Sicht der chinesischen Regierung bleiben dies die wichtigsten wirtschaftspolitischen Herausforderungen, welche sich bereits abzeichneten als der Handelskonflikt mit den Vereinigten Staaten begann. Neben den Unruhen in Hongkong sind sie ein weiterer Grund, warum China den Handelskonflikt entschärfen möchte. China könnte sich dann ganz auf andere

<sup>1</sup> DWS Investment GmbH, Makro Gruppe, basierend auf Daten des Staatlichen Amtes für Statistik der Volksrepublik China; Stand: November 2019

politische Herausforderungen in der Heimat konzentrieren.

Uns scheint ein Waffenstillstand im Handelskonflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China in den nächsten Wochen möglich. Beiden Parteien sollte daran gelegen sein. US-Präsident Trump möchte schließlich 2020 wiedergewählt werden, und eine Lösung des Handelskonflikts würde die Stimmungslage verbessern. Aber selbst wenn hier ein Durchbruch erzielt wird – der bereits angerichtete Schaden dürfte kaum wieder gutzumachen sein. Ein Grund für die schwierigen Verhandlungen liegt in der Geschichte Chinas: Im 19. Jahrhundert war das geschwächte Land gezwungen, mit verschiedenen Kolonialmächten „Ungleiche Verträge“ zu schließen. Die chinesische Führung wird sich daher vor Verträgen hüten, die nur entfernt an diese auf ausländischen Druck hin erfolgten Handelskonzessionen des 19. Jahrhunderts erinnern. Unterdessen könnte ein geschwächter US-Präsident, der noch nicht weiß, ob ihm die Impeachment-Befragungen nutzen oder schaden, mit einer weiteren Eskalation des Handelsstreits im Wahljahr eine starke Hand zeigen wollen. So bleibt die Gefahr, dass gegenseitige Missverständnisse, gepaart mit waghalsigen politischen Manövern, zu einer weiteren Eskalation führen. Der Brexit ist ein Paradebeispiel dafür, wie solche Faktoren sogar in einer gefestigten Demokratie schwerer wiegen können als wirtschaftliche Eigeninteressen.

Ähnlich wie der Handelskonflikt bedeutet der Brexit hauptsächlich eines: anhaltende Unsicherheit, die von den Ökonomen häufig unterschätzt wird. Solange das Datum für das Ausscheiden des Vereinigten Königreichs aus der EU fest schien, konnten Unternehmen wenigstens ansatzweise versuchen ihre Planungen anzupassen und notfalls Investitionen zurückstellen. Jede vom Vereinigten Königreich erbetene und von der EU gewährte Fristverlängerung erschwerte dies. Die Unternehmen wurden immer stärker verunsichert. Die britische Politik ist offensichtlich so unberechenbar geworden, dass Unternehmen kaum noch reagieren können.

Analysten, die diese Faktoren erfassen wollen, bedienen sich meist der Stimmungsindikatoren und sprechen von „Aufwärts-“ und „Abwärtsrisiken“ für ihr Basisszenario. Wie der Ökonom Frank Knight aber schon vor beinahe 100 Jahren erklärte, besteht ein großer Unterschied zwischen Risiko, auf das man sich vorbereiten kann, weil es sich quantifizieren und abschätzen lässt, und Ungewissheit, welche die grundsätzliche

Unvorhersehbarkeit künftiger Ereignisse bedeutet.<sup>2</sup> Der Brexit gehört sicherlich zur zweiten Kategorie, was für Unternehmen im und außerhalb des Vereinigten Königreichs auch immer deutlicher erkennbar wird. Nach Jahren der Globalisierung und immer enger verknüpfter Lieferketten ist die Loslösung eines Landes aus einem Wirtschaftsraum, mit dem es eng verbunden ist, etwas Neuartiges und stellt einen strukturellen Bruch dar. Nur dass der Brexit bislang nicht stattgefunden hat! Zölle, Verordnungen, Reisevereinbarungen und all die anderen Bestimmungen, die das Verhältnis zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU regeln, haben sich seit dem Brexit-Referendum 2016 nicht geändert. Bislang war es die bloße – zeitweise allerdings sehr realistische – Drohung von weiterem politischen Chaos, die all den Schaden verursachte, einschließlich der starken Schwankungen des britischen Pfunds.

Was schon an sich mehr als genug ist. Nehmen wir einmal den Geschäftsführer eines britischen Industrieunternehmens, das hauptsächlich in EU-Länder exportiert. Für ihn hängt fast alles von den britischen Neuwahlen am 12. Dezember ab. Dieses jüngste Entscheidungsdatum macht sein Leben aber nicht leichter! Wenn die britischen Meinungsumfragen ausnahmsweise richtig liegen und die Tories im Unterhaus (House of Commons) die Mehrheit erringen, dürfte das von ihrem Parteichef Boris Johnson ausgehandelte Brexit-Abkommen verabschiedet werden. Allerdings hätte unser Geschäftsführer nur eine sehr vage Vorstellung, was ein Brexit à la Johnson für sein Unternehmen bedeuten würde. Johnson lehnt eine Zollunion, eine Angleichung an EU-Normen und auch eine Verlängerung der Übergangszeit über 2020 hinaus kategorisch ab, sollte ein schnelles Handelsabkommen mit der EU nicht wie versprochen erzielt werden. So dürfte unser britischer Geschäftsführer hoffen, dass ein siegreicher Johnson seine Meinung ändert, vor allem in Bezug auf die regulatorische Angleichung.

Dagegen verspricht die Labour Party als derzeit größte Oppositionspartei, vier Jahrzehnte des staatlichen Rückzugs aus der Wirtschaft umzukehren. Die Labour Party plant höhere Steuern und Ausgaben – so hoch wie nie zuvor in Friedenszeiten.<sup>3</sup> In der Vergangenheit sind solche Maßnahmen von den Märkten nicht allzu gut aufgenommen worden. Denkbare Folgen könnten aber durchaus ein zweites EU-Referendum, ein zweites Referendum zur Unabhängigkeit Schottlands und möglicherweise auch schon bald erneute Neuwahlen sein.

<sup>2</sup> Knight, Frank H., (1921). Risk, uncertainty and profit (1964 Neuauflage). New York, Augustus M. Kelley

<sup>3</sup> <https://labour.org.uk/wp-content/uploads/2019/11/Real-Change-Labour-Manifesto-2019.pdf>

Eine ähnliche Dynamik scheint sich auch in Bezug auf den Welt-handel allgemein entwickelt zu haben. Die von US-Präsident Trump verhängten Zölle richten weit größere wirtschaftliche Schäden an als die unmittelbar erkennbaren höheren Preise, die wiederum zu weniger Konsum und Importen führen. Seit Anfang 2018 verlangsamt sich die globale Industrieproduktion. Sie folgt immer mehr dem Trend eines von US-Ökonomen berechneten Unsicherheitsindex, der in den 20 wichtigsten Volkswirtschaften die Häufigkeit von Verweisen auf Risiken in Artikeln auswertet.<sup>4</sup> Anschließend wird der globale Index nach dem nationalen BIP gewichtet. Nach diesen Berechnungen hat die Unsicherheit momentan einen Spitzenwert erreicht.

Paradoxerweise ist gerade diese hohe Unsicherheit – gemessen an der Häufigkeit der Erwähnung von Risiken in den globalen Medien – einer der Gründe für unseren vorsichtigen Optimismus. Im Vereinigten Königreich und auch in anderen Ländern lassen sich bereits erste Anzeichen für eine Trendwende hin zu einem moderateren politischen Mittelwert erkennen, allerdings mit einigem Auf und Ab auf dem Weg dorthin. Durch die jüngste Verlängerung der Brexit-Frist bis Ende Januar 2020 wurde bereits ein ungeordneter Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU am 31. Oktober 2019 verhindert. Die britischen Neuwahlen am 12. Dezember dürften aller Wahrscheinlichkeit nach die Pattsituation im Parlament nicht auflösen. Ein neu gewähltes Unterhaus wird wohl noch weniger geneigt sein, ein wie immer geartetes Brexit-Abkommen ohne ein zweites Referendum zur Bestätigung durchzuwinken. Ein derartiges Referendum könnte die Brexit-Entscheidung durchaus revidieren, während die Alternative sich als wesentlich nachgiebiger herausstellen könnte als das, was die Tories versprochen hatten. So könnte am Ende all dieser Turbulenzen der letzten Jahre ein Handelsabkommen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich stehen, das sich kaum von der heutigen Situation der vollen EU-Mitgliedschaft unterscheidet.

Seit 2016 sind viele dem Brexit ähnliche politische und sozio-ökonomische Prozesse auch in anderen Ländern zu beobachten. Rückblickend könnte sich durchaus herausstellen, dass das politische System im Vereinigten Königreich die Herausforderungen besser bewältigt hat als die Systeme anderer Länder. Dasselbe könnte für die US-Präsidentschaftswahl 2020 gelten. Auf Seiten der Demokraten erwarten wir, dass der letztlich nominierte Präsidentschaftskandidat im politischen Spektrum nicht so weit links angesiedelt sein wird wie einige Kandidaten das derzeit im Wahlkampf vermuten lassen. Und ein wiederge-

wählter US-Präsident Trump würde wohl weiterhin durch die Mehrheit der Demokratischen Partei im Repräsentantenhaus im Zaum gehalten. Bis diese Ergebnisse jedoch vorliegen, dürfte bei Unternehmen und an den Märkten Unruhe aufkommen, wenn etwa einer der weiter links positionierten Kandidaten der Demokratischen Partei bei einer Vorwahl oder in Meinungsumfragen gut abschneidet.

All dies scheint ein Garant für mehr andauernde politische Unsicherheit und mehr Belastungen für das Geschäftsklima zu sein. Diese Unsicherheit lässt sich aber auch aus einem anderen Blickwinkel betrachten: Seit dem Ende des Kalten Krieges schweigt die Wirtschaft in Selbstgefälligkeit. Dabei sind jede Menge politischer Veränderungen möglich und sollten berücksichtigt werden, bevor eine Investitionsentscheidung getroffen werden kann. Wenn Unternehmen jetzt wieder zunehmend solche Veränderungen in ihre Planung einbeziehen, die einst undenkbar erschienen, dürfte das Volkswirtschaften widerstandsfähiger machen, sollten einige dieser Risiken tatsächlich eintreten.

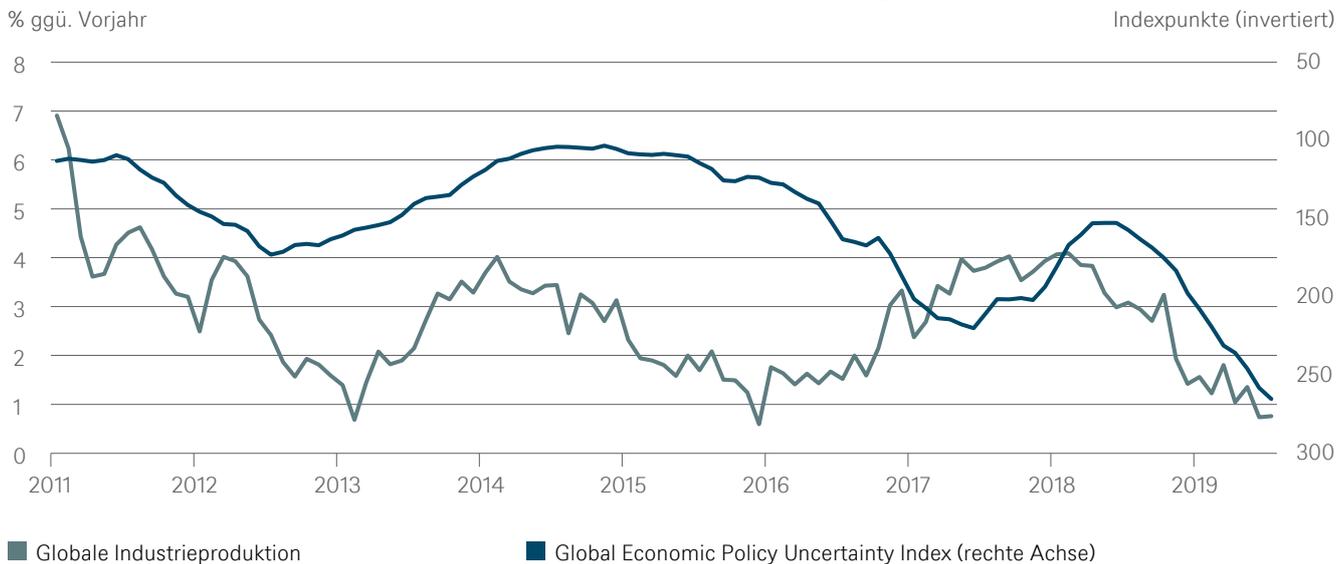
Dies könnte in der Tat das letzte Kapitel in einer Geschichte sein, die unseren Lesern wohlvertraut ist. Seit dem Ende der Finanzkrise vor zehn Jahren haben sich viele Wirtschaftsindikatoren im Schnecken-tempo bewegt, ab und zu unterbrochen von Schwankungen. Schon seit vielen Jahren beobachten wir eine schwache Kreditschöpfung, eine schwache Investitionstätigkeit der Unternehmen, eine schwache Inflation und so weiter, sodass der aktuelle Zyklus ungewöhnlich lang anhält. Wir stellen uns immer häufiger die Frage, ob etwas Ähnliches nicht auch in der Politik passieren könnte. In der Zwischenzeit gehen wir davon aus, dass die Geldpolitik sowohl in der Eurozone als auch in den Vereinigten Staaten unverändert bleibt, also weder die US-Notenbank (Fed) noch die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen weiter senken wird. Natürlich bestehen auch für dieses Basisszenario viele Unsicherheitsfaktoren.

Bemerkenswerterweise haben sich unsere Überlegungen zu Politik und Makroökonomie seit August eigentlich kaum geändert. Damals schien unsere Hypothese, dass es keinen Brexit ohne Abkommen geben würde und sich keine Rezession abzeichne, für einige unserer Kollegen hoffnungslos optimistisch. Jetzt, nach einigen Monaten mit stark abschneidenden Finanzmärkten, möchten wir eher daran erinnern, dass sich auch die Risiken nicht in Luft aufgelöst haben.

<sup>4</sup> Siehe: [https://www.policyuncertainty.com/global\\_monthly.html](https://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html)

### GLOBALE UNSICHERHEIT

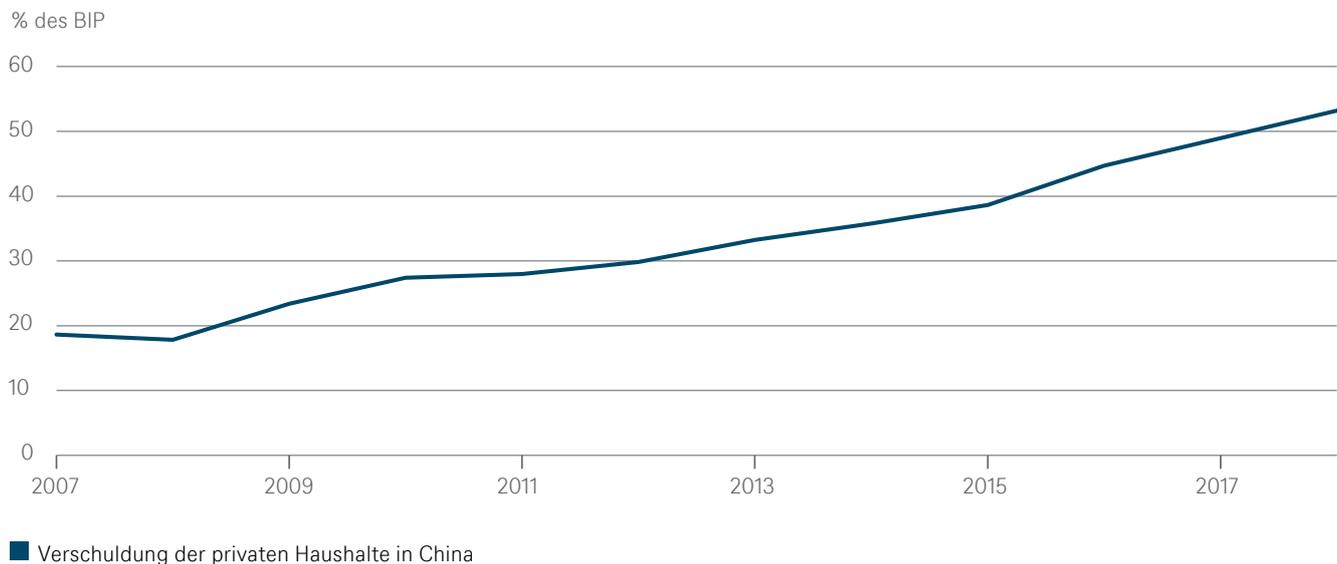
Die durch den Brexit und den Handelskonflikt entstandene Unsicherheit belastet die globale Industrieproduktion



Quellen: Haver Analytics Inc., DWS Investment GmbH; Stand: 30.10.2019

### DIE VERSCHULDUNG PRIVATER HAUSHALTE IN CHINA

Gegenüber 2008 hat sich die Verschuldung privater Haushalte beinahe verdreifacht.



Quellen: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH; Stand: 11.11.2019

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. Die DWS unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Unterhauswahlen in Großbritannien 2019. DWS Investment GmbH; Stand: 22.11.2019

## Wer Rendite sucht, muss ins Risiko gehen

**Wir erwarten wenig Bewegung bei Anleihen. Im Niedrigzinsumfeld schauen wir erneut auf Unternehmen und Schwellenländer.**

- \_ Wir erwarten weder von Fed noch EZB Zinsschritte im kommenden Jahr.
- \_ Euro-Unternehmensanleihen und Schwellenländeranleihen bieten aus unserer Sicht ein gutes Risiko-Rendite-Profil.
- \_ Auch bei Währungen sehen wir nur wenig Bewegung. Wir erwarten keine Auferstehung des Euros.



Jörn Wasmund  
Head of Fixed Income/Cash

**A**us Sicht eines Rentenanlegers verlief das Jahr 2019 aufregender als gedacht. Vor genau einem Jahr sind wir noch davon ausgegangen, dass die US Federal Reserve (Fed) weitere zwei Zinserhöhungen durchführen würde und die zweijährigen Treasuries per Jahresende 2019 bei 2,75 Prozent rentieren würden. Wir hatten weder eine inverse Zinsstrukturkurve noch eine Rezession in unserem Hauptszenario. In Europa rechneten wir mit einer Erhöhung des Einlagezinssatzes seitens der EZB um 15 Basispunkte.

Es kam bekanntlich vieles anders, nicht nur zu unserer Überraschung. Der entscheidende Richtungswechsel war sicherlich die Kehrtwende der Fed und ein Ende der Eskalationen im US-chinesischen Handelsstreit. Im Hinblick auf die Fed lagen wir mit unseren zwei Zinsschritten für 2019 unter den Markterwartungen. Nicht nur ließ Fed-Chef Jerome Powell diese aus, sondern er senkte die Zinsen gleich dreimal. Es lässt sich trefflich darüber debattieren, was die Fed letztlich dazu getrieben hat. Fiel ihre Entscheidung unter dem Eindruck des um beinahe 20 Prozent kollabierten Aktienmarktes im vierten Quartal 2018? Ließ sie sich in ihrem Handeln in irgendeiner Weise von den Verbalattacken des US-Präsidenten leiten, ob im Einklang mit oder in Opposition zu ihm? War sie über die Maßen vorausschauend und wollte angesichts der Gefahren, die aus dem Handelsstreit mit China erwachsen, der Wirtschaft unter die Arme greifen? Eventuell auch über eine Dollarabschwächung?

Oder hatte sich ihr eigener wirtschaftlicher Ausblick binnen kurzem dermaßen verschlechtert?

Schaut man jedoch auf die Entwicklung der Wachstumsprojektionen der Fed, so lässt sich zunächst festhalten, dass sich ihre eigenen Prognosen zwischen Dezember 2018 und heute kaum verändert haben, weshalb die wirtschaftliche Entwicklung als Erklärung für die Zinssenkungen nicht wirklich taugt. Ein Blick auf die – wieder einmal – unter den Erwartungen gebliebenen Zinserwartungen des Marktes hilft da vielleicht schon etwas weiter. Doch der beste Erklärungsansatz ist wohl der eines „insurance cuts“, also einer vorsorglichen Zinssenkung, mit der auch die Fed selbst ihren Schritt begründete.

Damit ist sie, was sie wiederum selber auch nicht müde wird zu betonen, mit ihren Zinsschritten ein großes Stück in Vorleistung gegangen. Weshalb sie nun wieder verstärkt datenabhängig agieren will.<sup>1</sup> Für uns bedeutet dies, dass wir vorerst von keinem weiteren Zinsschritt im kommenden Jahr ausgehen. Gleichzeitig wollen wir aber auch nicht ausschließen, dass Entwicklungen eintreten könnten, die eine Zinserhöhung oder aber weitere Zinssenkungen zur Folge haben könnten. Ersteres wäre bei einem deutlichen Inflations Schub, wie ihn etwa auch (höhere) Zölle auf chinesische Importe erzeugen könnten, denkbar. Letzteres wiederum würden wir erwarten, wenn sich die maue Stimmung der

<sup>1</sup> Siehe dazu auch: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20191030.htm>

Unternehmenslenker, insbesondere bezüglich Investitionen, sowie der weiter nachlassende fiskalische Impuls negativ aufs Wachstum auswirken. Darauf, dass die Fed in diesem Fall nicht reagieren würde, da sie in einem Wahljahr nicht den Eindruck der Einmischung geben möchte, würden wir nicht setzen. Sie hat, entgegen oft verbreiteter Meinung, dies auch in der Vergangenheit bereits öfter getan. Eine Reaktion der Fed auf entsprechend veränderte Rahmendaten wäre auch kein Problem. Ein Problem, oder besser gesagt ein Anlass für größere Marktschwankungen könnte jedoch der Wahlkampf selber sein. Vor allem in finanznahen US-Kreisen dürfte die Aussicht einer erfolgreichen Kandidatur der Demokratin Elizabeth Warren für eine gewisse Skepsis sorgen.

Auf dieser Basis rechnen wir damit, dass die Niedrigzinsphase andauern wird, mit signifikanten Zinsänderungen rechnen wir nicht. Allerdings rechnen wir auch nicht damit, dass die Zinsen, insbesondere der Staatsanleihen, noch einmal zu ihren Tiefständen von 2019 zurückkehren. Denn wir erwarten andererseits auch keine Rezession und weiterhin niedrige Inflations-

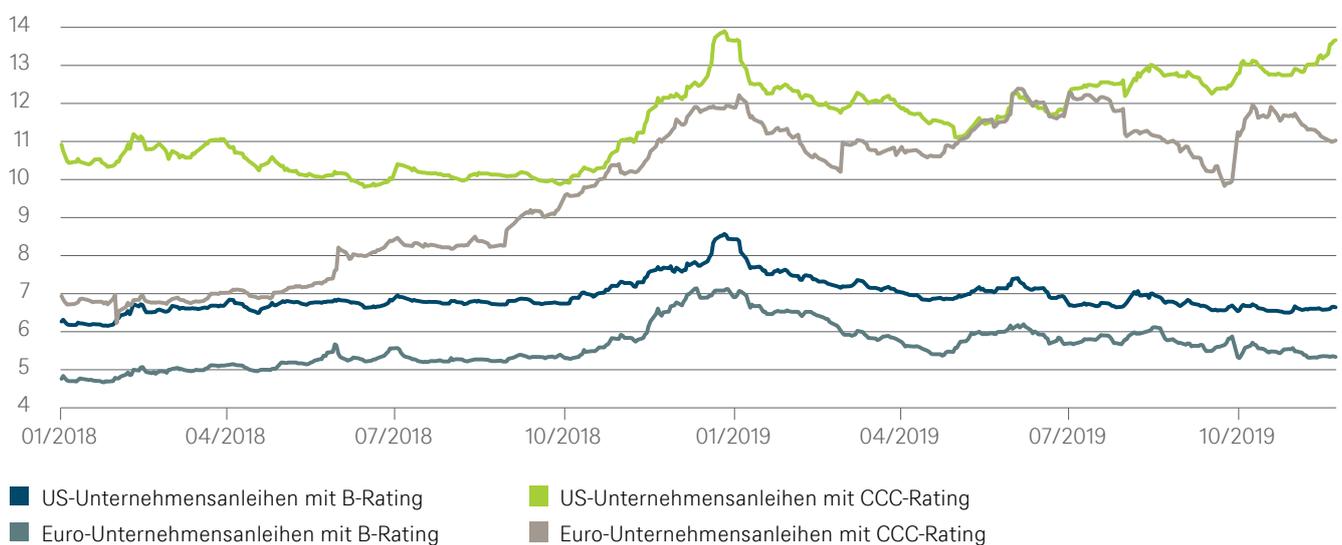
raten. Beim Handelsstreit und beim Brexit rechnen wir zumindest mit keiner weiteren Eskalation. Auch wenn von den Leit-zinsen keine ähnlichen Impulse wie 2019 ausgehen dürften, so bleiben die Zentralbanken durch ihre erneuten Wertpapierkäufe weiterhin unterstützend. Doch wer 2020 Rendite erzielen möchte, muss bereit sein, dafür ins Risiko zu gehen.

Was heißt das konkret für die einzelnen Regionen und Anleihearten? Von Staatsanleihen erwarten wir wenig. In Europa und Japan rechnen wir mit Gesamtrenditen nahe Null – mit Kurssteigerungen wie 2019 sollte man nicht mehr rechnen. Auch US Treasuries sind aus unserer Sicht eigentlich nur für Dollar-Investoren noch attraktiv. Interessanter wird es in den Schwellenländern, wo wir auch bei Staatsanleihen mit Gesamtrenditen oberhalb von fünf Prozent rechnen, allerdings wieder in Dollar. Sie profitieren von den niedrigeren US-Zinsen sowie der Aussicht eines nicht weiter erstarkenden Dollars. Zudem haben die Zentralbanken nach wie vor Spielraum, um den Wirtschaften gegebenenfalls unter die Arme zu greifen.

#### TOTE HOSE IM GUTEN HAUSE, WÄHREND ES BEI DEN RAMSCHANLEIHEN HOCH HER GEHT

Euro- und US-Unternehmensanleihen mit Investmentgrade-Status haben sich sehr ähnlich bewegt – kaum. Im Hochzinssegment hingegen tat sich einiges, hier wird genauer sortiert.

Rendite in %



Quellen: Refinitiv, DWS Investment GmbH; Stand: 25.11.2019

Bei Unternehmensanleihen stimmen die Rahmenbedingungen insofern, als moderates Wirtschaftswachstum und geringe Inflation ihnen grundsätzlich zuträglich sind. Hinzu kommen noch zwei anlagepsychologische Phänomene, die gern mit TINA<sup>2</sup> und FOMO<sup>3</sup> abgekürzt werden: der Umstand, dass es, innerhalb des Rentenuniversums, keine Alternative zu Unternehmensanleihen angesichts niedriger oder gar negativer Staatsanleiherenditen gibt. Und dazu die Angst, dass man zu spät zur Party kommt, und die Jahresendralley ohne einen abläuft. Risikoadjustiert halten wir derzeit vor allem Euro-Unternehmensanleihen von Emittenten mit Investment-Grade-Bonität für attraktiv. Darüber hinaus sehen wir aber auch in den anderen Teilsegmenten noch Chancen, also im Euro-Hochzinssegment, sowie in den Regionen USA und den Schwellenländern. Die Eurozone wird dabei erneut durch die Käufe der EZB gestützt, während sich in den USA die früheren Bedenken bezüglich der Anzahl von Unternehmen mit schwachen Bilanzen nicht erhärtet haben. Ein breites Abrutschen von BBB-Anleihen in das Hochzinssegment war jedenfalls nicht zu beobachten.

Was wir jedoch sehen, ist eine seit Sommer aufgehende Schere zwischen Hochzinsanleihen mit schlechterem Rating, (CCC, siehe Grafik Seite 2) und denen mit besserem Rating. Das liegt nicht nur an den dort überproportional repräsentierten Energiewerten im US-High-Yield-Segment, sondern insgesamt an einer höheren Spreizung der Anlegerpräferenzen. Anleihen von Unternehmen aus schwierigen Sektoren, oder mit einem schwierigen Geschäftsmodell (etwa der klassische Einzelhan-

del) werden stärker gemieden als in der Vergangenheit. Wir gehen davon aus, dass die Streuung zwischen den einzelnen Emittenten noch zunehmen wird. Bei Asiens Unternehmensanleihen sind wir zuletzt wieder positiver geworden. Die Risiken des Handelsstreits waren hier unserer Meinung nach zwischenzeitlich zu stark eingepreist worden. Zudem sind wir weiter von der Bilanzqualität dortiger Unternehmen überzeugt.

Bei Währungen behalten wir unsere Prognosen großteils bei. Sie haben sich 2019 weitgehend bewährt. Damit bleibt es bei 1,15 Dollar je Euro. Wir sehen das Währungspaar grundsätzlich ausgeglichen, auch wenn das Momentum langsam in Richtung Euro rutscht. Allerdings halten wir es für verfrüht, nun bereits auf eine nachhaltige und substantielle Erholung des Euro zu setzen. Den Yen sehen wir weiter als gutes Absicherungsinstrument für turbulentere Tage.

Wir sind uns bewusst, dass unsere reinen Renditeprognosen wenig aufregend klingen. Doch sie entsprechen unserem heutigen Ausblick auf Wirtschaft und Politik im Jahr 2020. Dass es im Jahr der US-Präsidentenwahl, des Brexit, oder aber auch politischer Krisenherde wie Iran oder Hongkong genügend Gründe für ein Verlassen unserer Kernszenarios gibt, ist uns bewusst. Immerhin aber zeigt die Grafik unten, dass es lediglich in Zeiten von restriktiver Geldpolitik oder stark ansteigenden Inflationserwartungen zu negativen Renditen bei US-Staatsanleihen gekommen ist. Beides erwarten wir nicht.

#### NORMALE JAHRE SIND AUCH BEI FESTVERZINSLICHEN SELTEN

Bei den Jahresgesamtrenditen für deutsche und US-amerikanische Staatsanleihen geht es selten so langweilig zu, wie man es von Festverzinslichen vermuten könnte.



Quellen: Refinitiv, DWS Investment GmbH; Stand: 25.11.2019

<sup>2</sup> There is no alternative; <sup>3</sup> Fear of missing out

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: 28.11.2019

## Von TINA zu FOMO

Für Aktien spricht nicht mehr nur die Alternativlosigkeit, sondern immer mehr auch die Angst, etwas zu verpassen.

- \_ Insgesamt sehen wir Aktien weiter positiv.
- \_ Für 2020 und darüber hinaus rechnen wir mit einem Gewinnwachstum pro Aktie von 4 bis 7 Prozent.
- \_ Allerdings gibt es gute Gründe dafür, weiter wachsam zu sein – einer davon ist die US-Präsidentschaftswahl 2020.



Dr. Thomas Schübler  
Co-Head of Equities



Andre Köttner  
Co-Head of Equities

Was folgt auf eine Verlangsamung in der Mitte eines Konjunkturzyklus? Es drängt sich als Antwort in diesem ungewöhnlich langen Zyklus auf: ein weiterer moderater Zuwachs. 2020 dürfte der Gesamtertrag für globale Aktien bei etwa 5 Prozent liegen. Sollte diese Zahl enttäuschend klingen, seien Sie daran erinnert, wie pessimistisch viele Investoren vor nur drei Monaten waren und wie gut sich die Märkte in den letzten zwölf Monaten entwickelt haben. Nach unserer Einschätzung könnte der Dax im Dezember 2020 bei 14.000 Punkten liegen. Um die Weihnachtszeit letztes Jahr handelte er bei knapp unter 10.300 Punkten.

Und der Dax ist kein Ausreißer. Aufgrund der starken Gewichtung des produzierenden Gewerbes im Dax unterstreicht er nur einige der Trends, die 2019 besonders deutlich zutage getreten sind. Während die Weltwirtschaft einen Abschwung vermeiden konnte, sind mehrere Branchen 2019 durch sinkende Umsätze und Gewinne in die Nähe einer Rezession gerutscht. Hierzu gehören die globale Automobilindustrie, die US-Eisenbahnbranche und das globale Transportwesen, der Energiesektor sowie viele europäische Banken und die Halbleiterbranche. Ihre Schwäche wurde zum Teil durch branchen- und unternehmensspezifische Faktoren ausgelöst. Beispielsweise litten Automobilhersteller unter technologischen Übergangsrisiken – viele Unternehmen begannen, aggressiv in die E-Mobilität zu investieren. Den Banken in der Eurozone machten negative Zinsen zu schaffen, während Unternehmen im Bereich fossiler Energie-

träger durch niedrigere Ölpreise belastet wurden. Der weitaus größte Belastungsfaktor war aber die permanente politische Unsicherheit aufgrund von Handelsspannungen und Brexit.

Als sich die Märkte dann aber dem Jahr 2020 zuwandten, erschienen auch Aktien wieder in positiverem Licht. Bei der Beurteilung der drängendsten politischen Fragen übernehmen die Märkte immer mehr unsere Überzeugung, dass der schlimmste Fall vermieden werden kann. So hatten wir beispielsweise bereits im Sommer zum Brexit die Meinung vertreten, dass ein ungeordnetes Ausscheiden des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union ohne Abkommen eher unwahrscheinlich sei. Trotz des ungewissen Ausgangs der britischen Neuwahlen im Dezember halten wir an dieser Meinung fest.

Noch wichtiger könnte sein, dass sich die Aussichten einer Entspannung im Handelskonflikt zwischen den USA und China verbessert haben, möchte Donald Trump doch 2020 erneut gewählt werden. So weit vor dem Wahltag am 3. November 2020 warnen wir aber vor einer klaren Positionierung. Schon aus rein statistischen Gründen ist durch die Wahl des US-Präsidenten über ein Wahlkollegium der Ausgang äußerst ungewiss. Während das System des Wahlkollegiums 2016 Trump zum Vorteil gereichte, profitierten 2012 und 2004 auch die Kandidaten der Demokratischen Partei. Wir sehen als wahrscheinlichstes Szenario entweder die Wiederwahl Donald Trumps oder einen

eher gemäßigten Kandidaten der Demokratischen Partei als seinen Nachfolger. Beide Ergebnisse würden sich wohl nur marginal auf den US-Aktienmarkt auswirken. Wer auch immer gewinnt, er oder sie dürfte im Handlungsspielraum dadurch eingeschränkt sein, dass zumindest ein Teil des US-Kongresses von der Oppositionspartei dominiert wird. (Derzeit haben die Demokraten die Mehrheit im Abgeordnetenhaus, die Republikaner im Senat.)

Anstatt sich von der Politik und ihren Querelen ablenken zu lassen, sollte der Blick lieber auf die wirtschaftlichen Fundamentaldaten gerichtet werden. Robuste Arbeitsmärkte und eine weiter wachsende „digitale Wirtschaft“ dürften in den kommenden Monaten für ein stabiles Wachstum sorgen. Durch die Umsetzung aufgeschobener Investitionsentscheidungen und eine niedrige Vergleichsbasis vom Vorjahr dürften sich in der zweiten Jahreshälfte 2020 die Gewinne leicht erhöhen. In Europa sollte auch ein Ende des Brexit-Dramas hilfreich sein. Längerfristige Trends sind die Anpassungen von Unternehmen an die Digitalisierung ihrer Geschäftsabläufe und das anhaltend niedrige Wirtschaftswachstum.

Insgesamt rechnen wir für 2020 und darüber hinaus in den meisten Regionen mit einem Gewinnwachstum pro Aktie von 4 bis 7 Prozent. Obwohl unsere Gewinnwachstumsschätzungen (außer für Japan) unter Konsens liegen, prognostizieren wir eine Steigerung im Vergleich zu 2019. Für 2020 rechnen wir mit wenig zusätzlicher Unterstützung von den Zentralbanken, da weder die US-Notenbank (Fed) noch die Europäische Zentralbank (EZB) in naher Zukunft weitere Zinssenkungen vornehmen dürfte. Durch die niedrigen Zinsen dürften die Bewertungskennzahlen aber über dem historischen Niveau bleiben. Dividenden über den Anleiherenditen sprechen zusätzlich für Aktien. Daher geht unser S&P-500-Ziel von 3.200 für Dezember 2020 von einem nachlaufenden Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 18,8x aus. Aufgrund abnehmender Rezessionsrisiken haben wir unser Ziel-KGV angehoben, besonders für die stärker konjunkturabhängigen Märkte wie Deutschland, Japan und einige der größeren Schwellenländer.

Die Handelspolitik der USA kann natürlich dazu führen, dass sich die Aktienmärkte in die eine oder die andere Richtung von unserem Kernszenario entfernen, das keine weiteren Zinserhöhungen vorsieht. Veränderte Erwartungen an das Ergebnis der US-Präsidentenwahl könnten schon im ersten Quartal 2020, wenn die Vorwahlen für die Nominierung des Kandidaten der Demokratischen Partei beginnen, Volatilität an die Aktienmärkte zurückbringen. Bislang ist das Rennen noch völlig offen.

Wer auch immer es gewinnt dürfte sich für die Wahl im November nach unserer Einschätzung stärker zur Mitte hin orientieren. Klar negative Auswirkungen auf globale Aktien hätte ein (für uns unwahrscheinlicher) Ruck zum Linkspopulismus unter den führenden Demokraten im Rennen um das Weiße Haus und den Kongress.

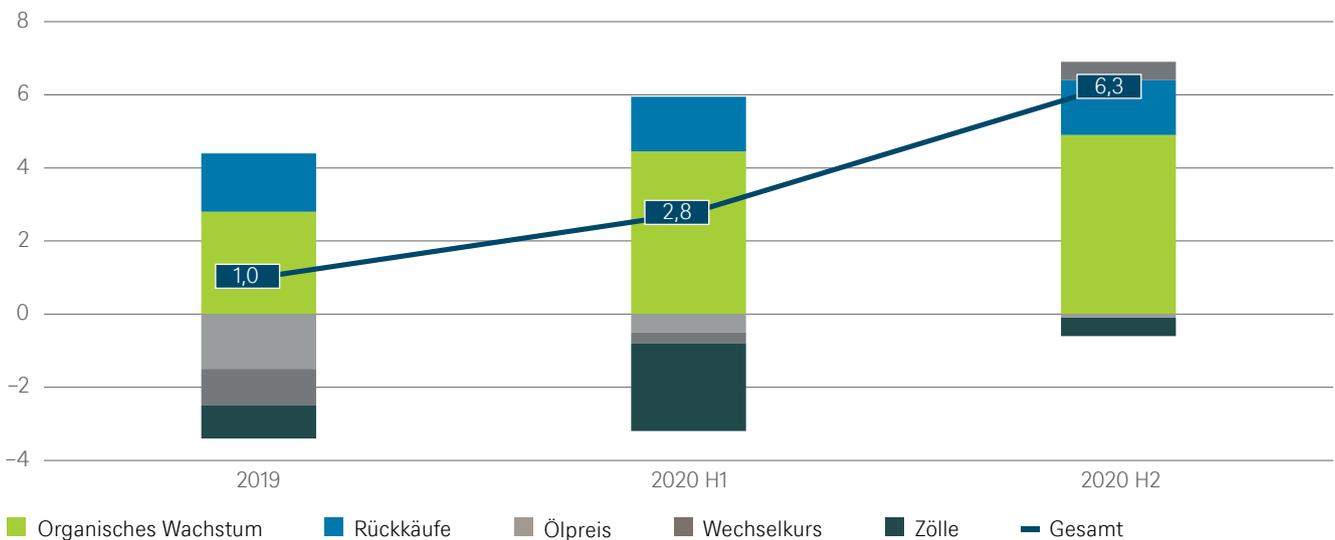
Zum jetzigen Zeitpunkt verzichten wir auf eine regionale Empfehlung für 2020. Eine anziehende Weltwirtschaft würde wohl am stärksten die Märkte außerhalb der USA unterstützen. In den letzten drei Jahren trieben hauptsächlich „Wachstumswerte“ (Growth) die Aktienmärkte, während „Substanzwerte“ (Value) nur einen geringen Beitrag leisteten. Der Bewertungsabstand zwischen diesen beiden Aktienkategorien dürfte nach unserer Einschätzung seinen Höchststand erreicht haben. Um aus einem besseren wirtschaftlichen Umfeld Kapital zu schlagen, empfehlen wir für 2020 eine ausgewogene Positionierung. Eine Outperformance von Substanzwerten würde eine spürbare wirtschaftliche Erholung und steigende Zinsen voraussetzen, aber weder das eine noch das andere sind Teil unseres Basisszenarios. Die Empfehlung einer ausgewogenen Positionierung schlägt sich auch in unserer Höherstufung von Industrierwerten (Substanz) auf neutral nieder sowie in der Übergewichtung von Informationstechnologie (Wachstum) und Finanzwerten (Substanz). Auch an folgenden Marktsegmenten finden wir Gefallen: US-Medien im Kommunikationssektor, global integrierte Mineralölunternehmen im Energiesektor, US-Banken im Finanzsektor, Getränke und Tabak im Basiskonsumgüterbereich, Medizintechnik im Gesundheitssektor.

Damit kommen wir zu unserer letzten Botschaft für dieses Jahr und diesen Ausblick. 2020 könnte sehr wohl ein weiteres gutes Jahr werden. Vielleicht werden wir sogar unsere Indexziele anheben, wenn das makroökonomische Umfeld günstig und die Zinsen niedrig bleiben. 2020 könnte aber auch der Beginn eines schwierigen Jahrzehnts für die Aktienmärkte werden. Wie wir bereits im September schrieben: „Zu Aktien gibt es kaum Alternativen. Mittlerweile sollte man aber durchaus wählerisch sein.“ Zu TINA – es gibt keine Alternative – kommt immer häufiger FOMO – Fear Of Missing Out – bezeichnet die Angst, etwas zu verpassen. Als Kaufgrund stützt das zwar kurzfristig den Markt. Auch die ausgewogene Positionierung und andere technische Gründe sprechen für ein insgesamt positives Umfeld in den kommenden Wochen und Monaten. Aber das alles ist keine nachhaltige Garantie für weiterhin gute Zeiten. Oder anders gesagt: Die Märkte sind vielleicht nur einen angriffslustigen Handelskrieg-Tweet von der nächsten überraschenden Korrektur entfernt.

### ORGANISCHES GEWINNWACHSTUM TENDIERT 2020 NACH OBEN

Nach einem schwierigen Jahr dürften US-Unternehmensgewinne wieder steigen, besonders wenn die negativen Auswirkungen der Zölle in der zweiten Jahreshälfte 2020 nachlassen.

S&P 500: Einzelkomponenten des Wachstums der erwarteten Gewinne pro Aktie im Jahresvergleich in %

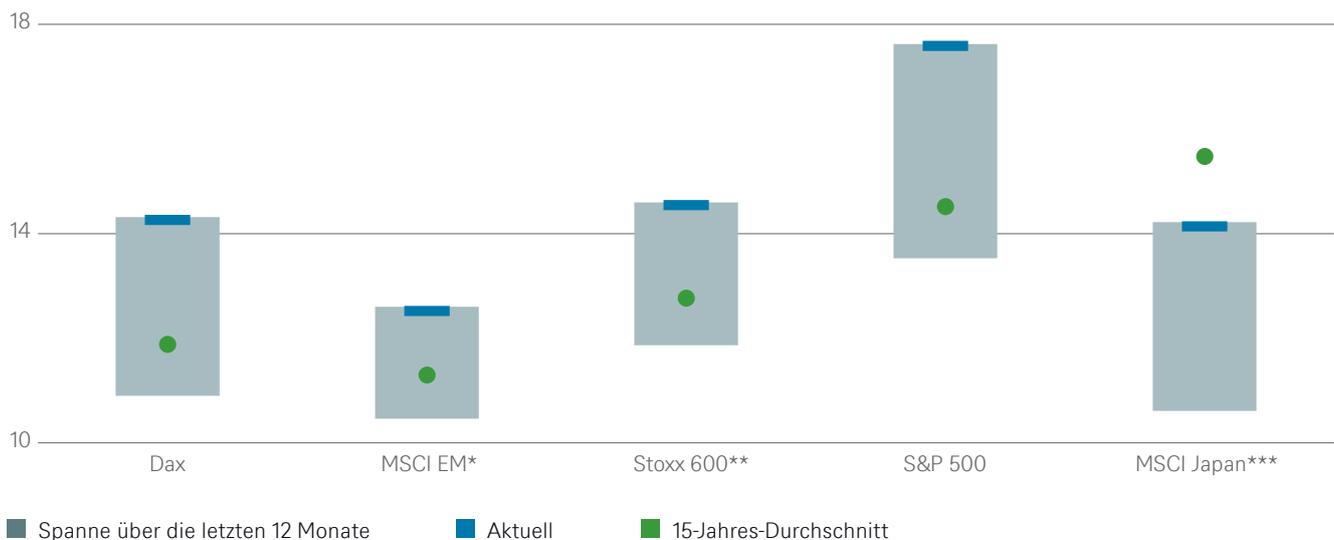


Quellen: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH Schätzungen; Stand: 11/2019

### HOHE AKTIENBEWERTUNGEN ERSCHEINEN GERECHTFERTIGT

An den meisten Märkten liegt das aktuelle Kurs-Gewinn-Verhältnis über dem langfristigen Durchschnitt. Zu den Gründen gehören niedrige Zinsen und fehlende Alternativen.

Kurs-Gewinn-Verhältnis basierend auf Gewinnerwartungen für die nächsten 12 Monate



\* MSCI Emerging Markets Index; \*\* Stoxx Europe 600; \*\*\* MSCI Japan Index  
Quellen: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 11/2019

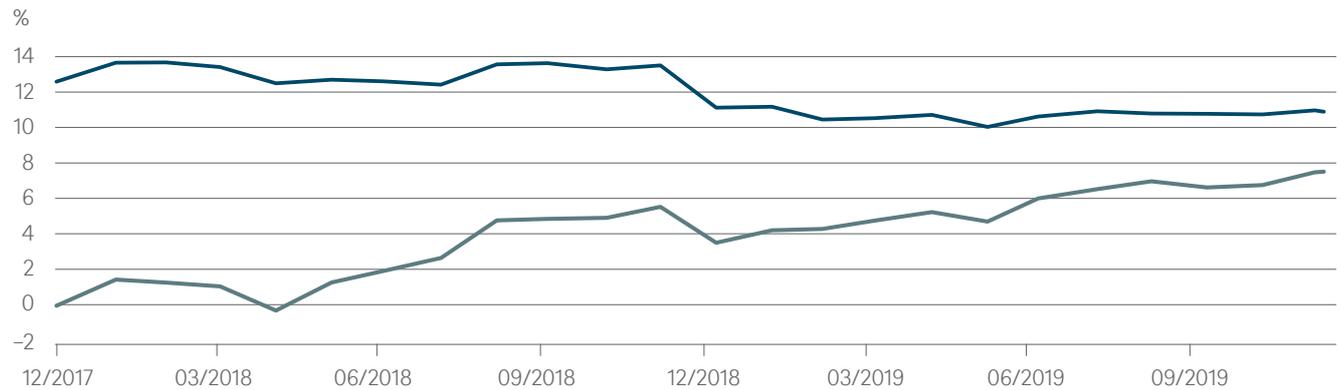
Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Die DWS unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Unterhauswahlen in Großbritannien 2019 und der bevorstehenden Präsidentschaftswahl in den USA 2020. DWS Investment GmbH; 27.11.2019

## Bewertungen im Überblick

### USA: NEUTRAL (NEUTRAL)\*

Die US-Wirtschaft wartet unverändert mit soliden Zahlen auf. Daher sind wir zuversichtlich, dass der Unternehmenssektor 2020 wieder höhere Gewinne verzeichnen können wird. Aktienrückkäufe dürften sich unterstützend auswirken. Risiken gehen nach wie vor von der Politik aus. Erneute Handelsspannungen

oder Hinweise darauf, dass weiter links positionierte Präsidentschaftskandidaten der Demokratischen Partei Boden gut machen, könnten die Märkte erschüttern. Auf längere Sicht bereitet uns so spät im Konjunkturzyklus die Qualität der berichteten Erträge etwas Sorge.



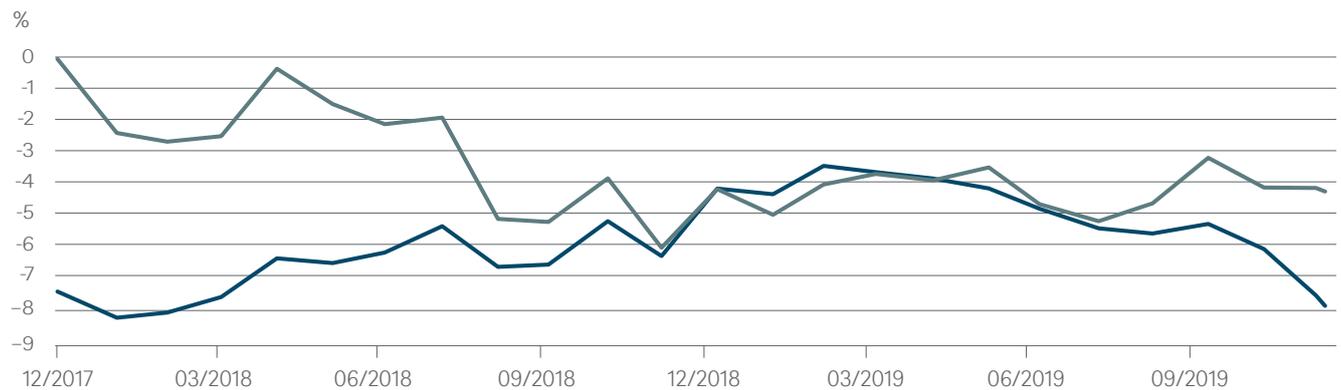
■ Relative Bewertung (KGV): S&P 500 vs. MSCI AC World Index

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

### EUROPA: NEUTRAL (NEUTRAL)\*

Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Europa scheinen sich zu stabilisieren. Im dritten Quartal ist sogar das exportabhängige Deutschland knapp einer Rezession entkommen. Die britischen Neuwahlen am 12. Dezember könnten endlich etwas Licht in das Brexit-Dunkel bringen. Aber da am Ende

eine erneute Pattsituation im Parlament das wahrscheinlichste Ergebnis ist, könnte es noch dauern, bis die Brexit-Saga zu Ende geht und sich der Investitionsstau im Vereinigten Königreich und bei seinen europäischen Partnern endlich auflöst.



■ 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)

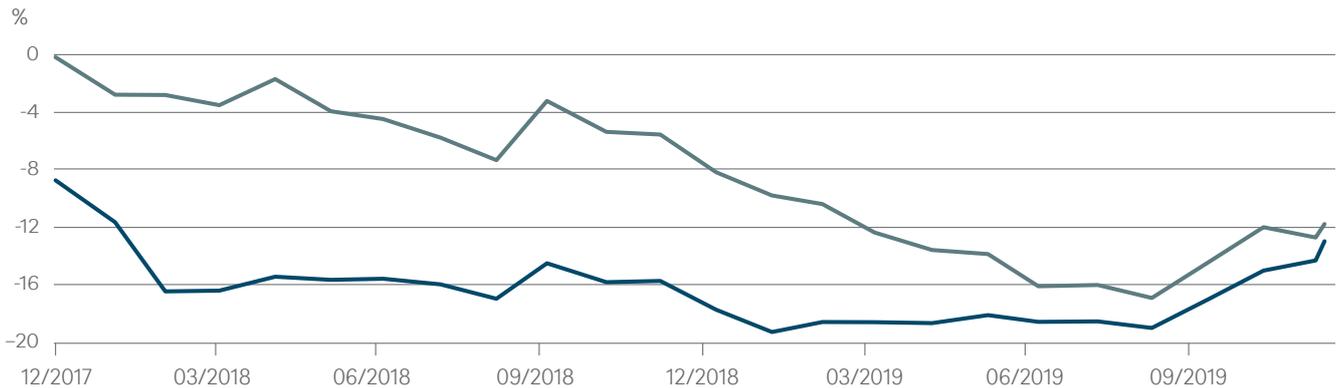
\* Als Bezugspunkt unserer Einschätzung dient der MSCI AC World Index, die Einschätzung aus dem Vorquartal steht in Klammern.  
Quellen: FactSet Research Systems Inc., DWS Investment GmbH; Stand: 29.11.2019

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. Die DWS unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Unterhauswahlen in Großbritannien 2019 und der bevorstehenden Präsidentschaftswahl in den USA 2020. DWS Investment GmbH; 27.11.2019

### JAPAN: NEUTRAL (NEUTRAL)\*

Japanische Aktien erscheinen uns aufgrund solider Bilanzen, niedriger Fremdvverschuldung, höherer Erträge und eines stabilen politischen Umfelds weiterhin fundamental interessant. Aber leider scheint in den nächsten Monaten nichts eine Neubewertung auslösen zu können. Dafür müsste sich eine Erholung

der Unternehmensgewinne abzeichnen. In der Zwischenzeit fordern die Handelsstreitigkeiten ihren Tribut, und ein bloßer Waffenstillstand im Konflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China dürfte für einen nachhaltigen Aufschwung kaum ausreichen.

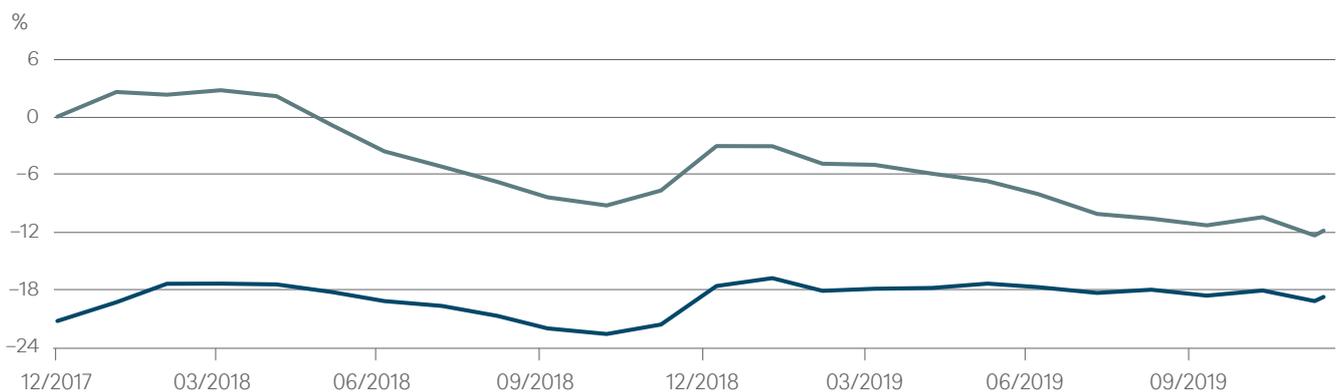


- Relative Bewertung (KGV): MSCI Japan Index vs. MSCI AC World Index
- Relative Wertentwicklung: MSCI Japan Index (in Yen) vs. MSCI AC World Index (in lokaler Währung)

### SCHWELLENLÄNDER: NEUTRAL (NEUTRAL)\*

Im bisherigen Jahresverlauf sind die Schwellenländer hinter den entwickelten Märkten zurückgeblieben. Das ist einer der Gründe, warum Schwellenländeraktien 2020 im Vergleich zu den Industrieländern recht solide Gewinne abwerfen sollten. Eine Differenzierung zwischen den Ländern bleibt jedoch

unabdingbar, nicht zuletzt vor dem Hintergrund landesspezifischer politischer Risiken und Chancen. Da wir von der US-Notenbank (Fed) keine zinspolitischen Schritte erwarten, dürfte der Rückenwind durch niedrigere US-Zinsen wohl allmählich abflauen.



- 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: 29.11.2019

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. Die DWS unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Unterhauswahlen in Großbritannien 2019 und der bevorstehenden Präsidentschaftswahl in den USA 2020. DWS Investment GmbH; 27.11.2019

# Der Wohnungsmieter von heute

## Den US-Wohnungsmieter von heute verstehen und überzeugen

- \_ Seit dem Platzen der Immobilienblase vor zehn Jahren hat sich die Nachfrage nach Wohnungen gut entwickelt.
- \_ Wohnungsinvestoren verwenden viel Zeit und Ressourcen um heraus zu finden, welche Ansprüche aktuelle und künftige Mieter an die Ausstattung der Wohnung und die Gemeinschaftseinrichtungen stellen.
- \_ Anhand dieser Faktoren kann sich die langfristige Wertentwicklung einer Wohnimmobilie vorher-sagen lassen.



Mark G. Roberts  
Head of Alternatives Real Estate

Seit langem gehört der US-Wohnungsmarkt zur bevorzugten Anlageklasse institutioneller Anleger. Die Rahmenbedingungen sind günstig, von steigender Nachfrage nach Mietwohnungen bis hin zu steuerlichen Vergünstigungen. Wir sehen den US-Wohnungsmarkt positiv und bevorzugen Märkte mit einem hohen Bevölkerungswachstum wie Phoenix und Austin.

Wohnungsinvestoren verwenden beachtlich viel Zeit und Ressourcen um heraus zu finden, welche Ausstattungsmerkmale der Wohnung und Gemeinschaftseinrichtungen für aktuelle und künftige Mieter am wichtigsten sind, wie Mieter ihre künftige Wohnung suchen und welche Überlegungen bei ihrer Entscheidung die wichtigste Rolle spielen. All diese Informationen sind für die langfristige Wertentwicklung einer Wohnimmobilie von enormer Bedeutung und helfen bei der Prognose der langfristigen Mietnachfrage und somit des Cashflows über den gesamten Anlagehorizont.

Während des aktuellen Immobilienzyklus bauen und planen Bauunternehmen und Bauträger viele Wohnanlagen mit immer mehr Wohneinheiten. Damit reagieren sie auf die robuste Nachfrage nach Mietwohnungen seit dem Platzen der Immobilienblase vor zehn Jahren. Auch wenn die starke Mieternachfrage für eine solide Entwicklung im Wohnungsbe-

reich sorgt, hat sich gezeigt, dass Wohnanlagen, die auf die Bedürfnisse und Anforderungen moderner Wohnungsmieter zugeschnitten sind, für stabilere Cashflows sorgen. Sie sind schneller vermietbar und viele Mieter bleiben länger. Das vermindert den Leerstand und sorgt für höhere Auslastung. Die Mieterwünsche sind vielfältig: von der Grundausstattung wie dem Bodenbelag, Arbeitsflächen, Haushaltsgeräten, Freiflächen für Haustiere und ansprechender Gebäudegestaltung bis hin zu Luxusausstattungen wie Dachterrassen mit Pool, intelligenten Thermostaten, Schallschutzwänden und begehbaren Kleiderschränken. Darüber hinaus sind das gewünschte Umfeld (wie z.B. Einkaufsmöglichkeiten, Restaurants usw.) und die Lage insgesamt entscheidend (d.h. Erreichbarkeit angesehener Schulen, Beschäftigungsmöglichkeiten, Anbindung an den öffentlichen Nahverkehr etc.).

Investoren müssen sich auch mit den Auswirkungen demographischer Entwicklungen und technologischer Fortschritte in Bezug auf die Wohnungsnachfrage befassen. Die Mieter von heute gehören mehreren Alterskohorten an. Die Ausstattungsmerkmale und Annehmlichkeiten einer Wohnanlage sollten also die Bedürfnisse derjenigen Generationen erfüllen, von denen die größte Nachfrage ausgeht. Ein Mieterprofil für ein bestimmtes Gebiet zu erstellen und zu verstehen, könnte zur Stabilisierung der Immobilienrendite beitragen. Die drei

wichtigsten vom Pew Research Center ermittelten Alterskohorten, aus denen die aktuelle Mieterpopulation in den Vereinigten Staaten besteht, umfassen: Die Babyboomer (geboren zwischen 1946 und 1964), die Generation der Jahrtausendwende, die so genannten Millennials (geboren zwischen 1981 und 1997) und die Generation Z (nach 1998 geboren).<sup>1</sup> Die zwischen 1965 und 1980 geborene Generation X fällt vor allem in die Kohorte der Immobilienbesitzer und wird daher für unsere Analyse nicht näher berücksichtigt.

Wohnanlagen sollten daher die Räumlichkeiten bieten, die den Bedürfnissen der Zielgenerationen entsprechen und deren Design und Ausstattung diesen Alterskohorten gefallen. Die Generation der Babyboomer selbst ist schon zahlreich – die amerikanische Bevölkerung wird aber auch insgesamt immer älter. Nach den Daten der US-Statistikbehörde dürfte die Alterskohorte 65+ zwischen 2010 und 2050 schneller wachsen als jede andere und sich beinahe verdoppeln, während die Zunahme bei den 18- bis 44-Jährigen bei 32,2 Prozent und bei der Kohorte unter 18 Jahren bei 35,1 Prozent liegen soll.<sup>2</sup> Die Babyboomer sind nicht mit ihren Eltern zu vergleichen, die im fortgeschrittenen Alter überwiegend in Senioreneinrichtungen oder -wohnanlagen wohnen. Beinahe ein Drittel aller Mietgesuche in Städten wird von über 60-Jährigen gestellt.<sup>3</sup> Freddie Mac geht davon aus, dass über fünf Millionen Babyboomer ihr nächstes Heim mieten werden.<sup>4</sup> Wer nun von einem Haus in eine Mietwohnung umzieht, möchte meist in einem Mehrgenerationenumfeld mit Menschen unterschiedlichen Alters leben.

Trotz des Altersabstands sind die Vorlieben der Babyboomer- und Millennial-Mieter überraschend ähnlich: Beide Kohorten bevorzugen eine hochwertige Materialverarbeitung, viel Platz, erstklassige Ausstattung und fußläufige Erreichbarkeit. Viel Platz für die Beherbergung von Familie und Freunden, fußläufige Erreichbarkeit für schnelleren Zugang zu gehobenen Einkaufsmöglichkeiten und Restaurants, und größere Küchen, um Gäste zu Hause bewirten zu können. Zusätzlich wünschen

beide Gruppen ein gutes Angebot an Gemeinschaftseinrichtungen innerhalb der Anlage. Diese gemeinsam genutzten Räume stärken das Gefühl der Gemeinschaft und Zusammengehörigkeit und schaffen somit die gewünschte Erweiterung der Privaträume. Besonders die Mieter der Babyboomer-Generation wünschen sich ein wesentlich größeres Angebot an sozialen Aktivitäten.

Wenn Wohnungsinvestoren nun die Präferenzen ihrer Zielmieter in einem bestimmten Markt kennen und eine Immobilie entsprechend planen bzw. sanieren, hoffen sie auf Mietereinnahmen, die über denen anderer Vermieter liegen. Höhere Mieten führen zu höheren Nettobetriebsereinnahmen, stabilisieren also die Renditen für Investoren und schaffen langfristig Spielraum für höhere Immobilienpreise. Abbildung 1 zeigt den durchschnittlichen monatlichen Mietpreisaufschlag, den beide Mieterkohorten laut Datenbank von Greystar zu zahlen bereit sind, wenn die jeweiligen Ansprüche an die Wohneinheit erfüllt werden. Abbildung 2 zeigt den durchschnittlichen monatlichen Mietpreisaufschlag, wenn die jeweiligen Ansprüche an die Gemeinschaftseinrichtungen erfüllt werden. Zu den Ausstattungsmerkmalen, die sowohl für Mieter als auch Vermieter Wert schaffen, gehören bodentiefe Fenster, Holzböden und Schlafzimmer mit Balkon. Bei den Gemeinschaftseinrichtungen sind dies ein gesicherter Zugang, eine für die Freizeitnutzung ausgestattete Dachterrasse und ein Swimmingpool. Wichtig anzumerken ist, dass die monatlichen Mietpreisaufschläge Durchschnittswerte für die gesamten Vereinigten Staaten sind. Sie können je nach geographischem Standort und Wohnungsart abweichen.

Wohnungsinvestoren, die diese Herausforderung innovativ und aktiv angehen, sehen sich für gewöhnlich schnell durch höhere Mieten und stabilere Auslastung ihrer Anlagen in ihren Bemühungen, einen tatsächlichen Wettbewerbsvorteil zu schaffen, bestätigt.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Pew Research Center. Daten Stand Dezember 2018.

<sup>2</sup> US Census Bureau. Daten Stand Dezember 2018.

<sup>3</sup> TenantCloud. Daten Stand Januar 2018

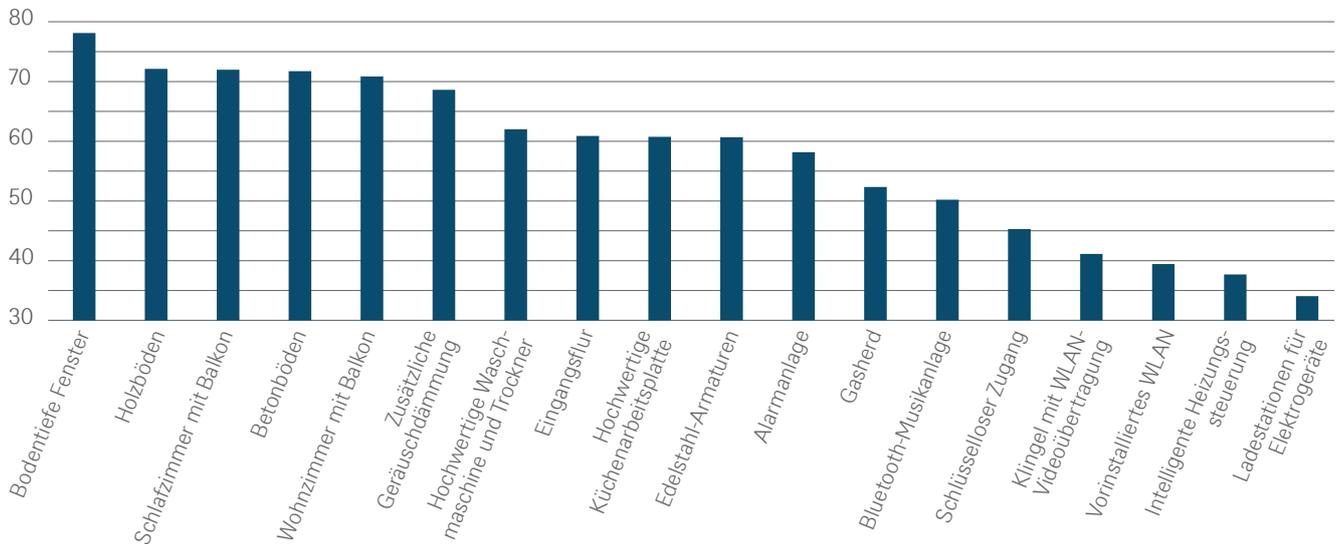
<sup>4</sup> Freddie Mac; GfK Public Affairs and Corporate Communications. Daten Stand 2016.

<sup>5</sup> Zu diesem Thema wurde im Oktober 2019 ein ausführlicher Bericht veröffentlicht: Understanding and Appealing to the Modern Renter (Link: <https://image.insights.dws.com/lib/fe8b1372756d037477/m/8/50751c90-626c-46ac-98db-fda31609b510.pdf>).

### MIETAUFSCHLAG FÜR BESONDERE AUSSTATTUNGSMERKMALE DER WOHN-EINHEITEN

Mieter mögen besonders bodentiefe Fenster, wobei sie am wenigsten auf intelligente Heizungen und Ladestationen für Elektronikgeräte achten.

Durchschnittlicher monatlicher Mietaufschlag in US-Dollar\*

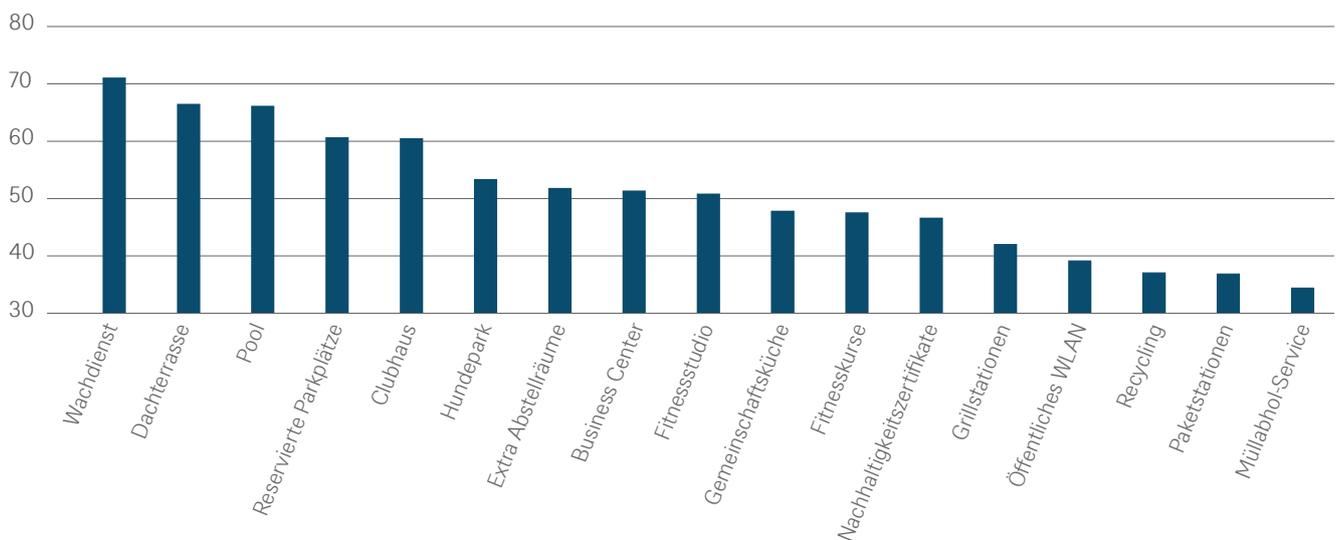


\* Durchschnittlicher monatlicher Mietaufschlag, den Babyboomer- und Millennial-Mieter bereit sind für besondere Ausstattung der Wohneinheit zu zahlen (in US-Dollar)  
Quellen: Greystar, RREEF Management L.L.C.; Stand: 03/2019

### MIETAUFSCHLAG FÜR BESONDERE AUSSTATTUNG DER GEMEINSCHAFTSRÄUME

Wachdienst, Dachterrasse und Swimmingpool stehen bei Mietern besonders hoch im Kurs

Durchschnittlicher monatlicher Mietaufschlag in US-Dollar\*



\* Durchschnittlicher monatlicher Mietaufschlag, den Babyboomer- und Millennial-Mieter bereit sind, für besondere Ausstattung der Gemeinschaftsräume zu zahlen (in US-Dollar)  
Quellen: Greystar, RREEF Management L.L.C.; Stand: 03/2019

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 12.10.2019

## 2020 wird mit 2019 kaum mithalten können

2019 verlief überraschend gut, auch dank Zentralbanken und nachlassender Rezessionsorgen. So gut dürfte 2020 nicht werden.

- \_ 2019 bescherte uns Negativrekorde bei Renten und erneut großzügige Zentralbanken.
- \_ 2020 rechnen wir nur mit einem kleinen Wachstumsrückgang, aber mit keiner Rezession.
- \_ Das ist eine gute Voraussetzung für ein solides Anlagejahr, für das wir uns breit aufstellen.



Christian Hille  
Head of Multi Asset

Es war das Jahr der Negativrenditen und Minuszinsen. Nie zuvor wiesen so viele Anleihen eine negative Rendite wie 2019 aus: Ihr Marktwert lag im Sommer bei 17 Trillionen Dollar. Nie zuvor rentierten Bundesanleihen so niedrig: die 10-Jährige rentierte im Sommer bei minus 0,714 Prozent. In der Schweiz rutschten die Renditen gleicher Laufzeit sogar auf minus 1,12 Prozent. Selbstredend auch ein Rekord. Ebenfalls im Sommer warfen dann die ersten sogenannten Hochzinsanleihen, also Anleihen, die von den Ratingagenturen ins Ramschsegment gesteckt werden, negative Renditen ab. In den USA schafften es die Nominalrenditen der Staatsanleihen zwar nicht ins negative Terrain, dafür invertierte aber die Zinsstrukturkurve. Unter anderem die von 2- und 10-jährigen Anleihen. Sprich, das lange Ende rentierte zeitweise unterhalb des kurzen Endes. Dies werten einige Marktteilnehmer gerne als Vorbote einer Rezession. Negative Vorzeichen also wohin das Auge sieht. Welch ein schreckliches Anlagejahr.

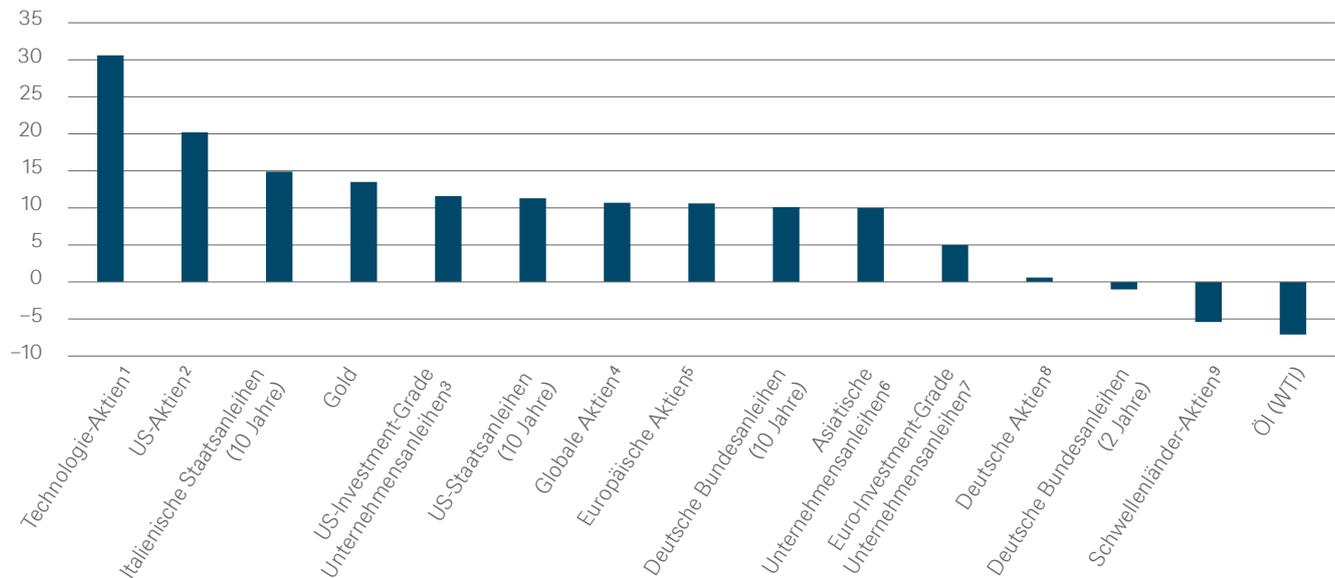
Stimmt nicht. Positive Renditen, wohin man guckt. Ob Aktien der Industrieländer, Aktien der Schwellenländer, Anleihen der Industrie- oder Schwellenländer, ob Gold, ob

Öl oder Immobilien: Mit all diesen Anlageklassen hat man 2019 eine positive Gesamtrendite erzielt. Man muss lange suchen, etwa bei einigen Rohstoffen, oder aber bei 2-jährigen Bundesanleihen, um auf negative Renditen zu stoßen. Man muss schon viele Jahre zurückschauen, um ein in der Breite ähnlich positives Anlagejahr zu finden. Dabei ist es keineswegs so, dass 2019 nur aufgeholt wurde, was 2018, insbesondere im Schlussquartal, verloren wurde. Wie die erste Grafik zeigt, können sich auch die Zweijahresrenditen für die meisten Anlageklassen sehen lassen. US-amerikanische Anlagen liefen besonders gut, allen voran der Technologie-sektor. In den von zyklischen Industrien geprägten Ländern wie etwa Deutschland oder Japan sowie bei den Schwellenländern lief es, aus Aktionärssicht, hingegen weniger gut. Noch ein Gesamtblick auf das aktuelle Jahr: Mit einer derzeitigen Gesamtrendite von über 20 Prozent bei Aktien und über 5 Prozent bei Anleihen dürfte es für viel Freude gesorgt haben (Daten per 05.12.2019). Natürlich wollen wir angesichts der Vorjahresgeschehnisse das Anlagejahr nicht schon vor dem Jahresende loben, aber viel sollte da aus unserer Sicht nicht mehr anbrennen.

### KEIN REINES AUFHOLJAHR – 2019 KANN 2018 MEHR ALS KOMPENSIEREN

Trotz des schwachen Endes des Jahres 2018 lieferten die meisten Anlageklassen auch auf Zweijahressicht eine ordentliche Rendite ab, insbesondere solche mit US-Bezug.

Gesamtrendite 01.01.2018 bis 04.12.2019 in %



<sup>1</sup> MSCI AC World Information Technology Index; <sup>2</sup> S&P 500; <sup>3</sup> FTSE USBIG Corporate Index; <sup>4</sup> MSCI AC World Index; <sup>5</sup> Euro Stoxx 50; <sup>6</sup> J.P. Morgan Asia Credit Index; <sup>7</sup> iBoxx Euro Corporate Index; <sup>8</sup> Dax; <sup>9</sup> MSCI Emerging Markets Index; Quelle: Refinitiv; Stand: 05.12.2019

Und jetzt? Kann sich der bereits rekordverdächtige Anlagezyklus auch 2020 fortsetzen? Das kann man durchaus kontrovers diskutieren (alles andere wäre an Kapitalmärkten auch besorgniserregend). Zwar sollte das globale Wirtschaftswachstum schwach und auch die Inflation gedämpft bleiben. Allerdings ändert sich dadurch nichts an unserer wichtigsten Botschaft: Eine globale Rezession dürfte auch 2020 vermieden werden können. Ein wesentlicher Unterstützungsfaktor bleibt die expansive Geldpolitik der großen Zentralbanken. Allerdings erwarten wir zunächst keine weiteren Leitzinssenkungen oder andere unkonventionelle Maßnahmen.

Dies spricht für ein Rentenmarktumfeld, das auch weiterhin von niedrigen Staatsanleiherenditen und engen Prämien bei Unternehmensanleihen gekennzeichnet sein dürfte. Aus einem „lower for longer“<sup>1</sup> dürfte aber eher ein „low for longer“<sup>2</sup> werden, da wir nicht mit weiteren deutlichen Renditerück-

gängen, sondern eher mit einer breiteren Seitwärtsbewegung auf niedrigen Niveaus rechnen. In diesem Basisszenario dürften Rentenanlagen mit Renditeaufschlägen aufgrund ihrer laufenden Erträge gefragt bleiben. Eine breit diversifizierte Allokation in Anleihen aus Schwellenländern bleibt aufgrund ihrer hohen Verzinsung gegenüber Unternehmensanleihen aus entwickelten Märkten von uns favorisiert. Substanzielle Renditesteigerungen erscheinen im aktuellen Umfeld von schwachem Wachstum, expansiven Zentralbanken und Investorenachfrage nach positiven Renditen eher unwahrscheinlich. Im Risikoszenario einer weiteren deutlichen Wachstumsabschwächung, ausgelöst beispielsweise durch eine Re-Eskalation im Handelskonflikt oder durch den Brexit-Prozess, könnten Staatsanleihen hoher Bonität die Renditetiefstände aus dem Spätsommer 2019 erneut testen. Damit bleiben derartige Anlagen im Multi-Asset-Kontext ein wichtiger Bestandteil zur angestrebten Ausbalancierung von Risiken.

<sup>1</sup> Englisch für „niedriger für länger“

<sup>2</sup> Englisch für „niedrig für länger“

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. Die DWS unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Präsidentschaftswahl in den USA 2020. 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 02.12.2019

Mit Blick auf das geschilderte Anlageumfeld erscheinen die Rahmenbedingungen für Aktienanlagen mittelfristig weiterhin aussichtsreich. Zwar schweben der Handelskonflikt und der Brexit nach wie vor als ungelöste Probleme wie ein Damoklesschwert über den Kapitalmärkten. Allerdings hing es, zumindest aus Sicht der meisten Anleger, schon einmal deutlich tiefer. Den Höhepunkt der Eskalation und Unsicherheit könnten wir zumindest überschritten haben. Nachlassende Rezessionsgefahren, günstige finanzielle Rahmenbedingungen und eine zuvor zurückhaltende Stimmung und vorsichtige Positionierung von Marktteilnehmern haben sicherlich bereits ihren Beitrag zur Jahresend rally geleistet und die Preise und Bewertungen für viele Aktienindizes in die Höhe getrieben. Allerdings sprechen unseres Erachtens die erwarteten Gewinnsteigerungen der Unternehmen im mittleren einstelligen Prozentbereich für 2020 und Dividendenrenditen oberhalb vergleichbarer Anleiherenditen für weiteres Ertragspotenzial. Auf den erreichten Bewertungsniveaus dürften die außergewöhnlichen Erträge des Jahres 2019 jedoch nicht wiederholbar sein. Mittelfristig niedrigere Ertragsersparungen erscheinen als eine logische Konsequenz des Niedrigzinsumfelds am Rentenmarkt und der Höchststände bei Aktien. Nichtsdestotrotz

begünstigt das Marktumfeld aus unserer Sicht strategische Investitionen in Vermögenswerte über verschiedene Anlageklassen hinweg mit entsprechender Kompensation der einzu gehenden Risiken durch verschiedene Ertragsbestandteile. Mit anderen Worten sollte man aus unserer Sicht angesichts unseres Wirtschaftsausblicks sein Portfolio nicht zu defensiv aufstellen. Sowohl in Bezug auf Regionen, Stile und Sektoren kristallisiert sich derzeit kein Favorit heraus, sodass sich eine ausgewogene Allokation empfiehlt.

Im Bereich der alternativen Investments könnten Rohstoffe von einem stabileren wirtschaftlichen Umfeld bei niedrigen Zinsen und einem nicht weiter aufwertenden Dollar profitieren. Sollte die Stabilisierung weniger ausgeprägt ausfallen und die Marktrisiken in den Vordergrund rücken, erschiene insbesondere Gold mit Blick auf die derzeit niedrigen Inflationserwartungen als ein sinnvoller Portfolio baustein. Neben verschiedenen Zentralbanken haben sich hier auch private Anleger im ablaufenden Jahr wieder stärker eingedeckt, wie unsere zweite Grafik zeigt. Die von den ETF-Anbietern gehaltene Menge an physischem Gold korreliert dabei augenscheinlich stark mit dem Goldpreis.

### GOLD ENTWICKELTE SICH 2019 AUSSERORDENTLICH STARK

Schwer zu sagen, wer hier wen treibt, doch der Zusammenhang zwischen Goldpreis und Käufen durch entsprechende ETF-Anbieter scheint offensichtlich.



Quelle: Refinitiv; Stand: 02.12.2019

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. Die DWS unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Präsidentschaftswahl in den USA 2020. 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 02.12.2019

Fremdwährungsanlagen bleiben aus einer Portfolioperspektive interessant. Während wir weiterhin an unseren strategischen US-Dollar-Allokationen festhalten, könnte der japanische Yen bei einem möglichen sprunghaften Anstieg der Marktschwankungen auch 2020 eine risikoreduzierende Beimischung für Multi-Asset-Strategien darstellen.

Diesem positiven Grundton zum Trotz wollen wir nicht verhehlen, dass es einige Entwicklungen in diesem rekordlangen Zyklus gibt, die man wachsam verfolgen sollte. Unabhängig vom Handelsstreit bleibt China im Fokus, wo Rekordschuldenstände auf rückläufige Wachstumsraten und jetzt auch noch Unruhen in Hongkong treffen. Auch beobachten wir den Rückgang der US-Unternehmensgewinne nach volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung (Englisch NIPA), die Wahlerfolge extremistischer Parteien und nicht zuletzt natürlich die

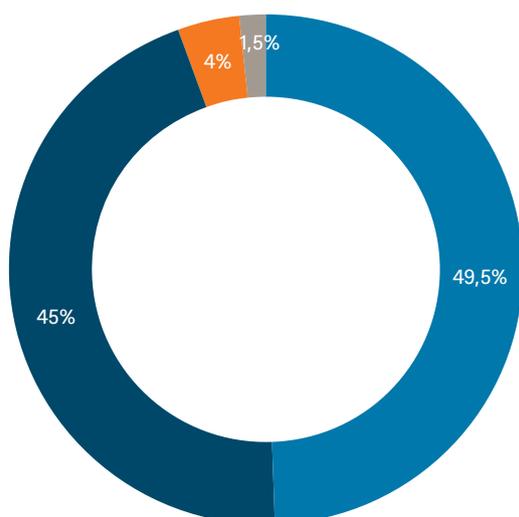
gewaltigen Veränderungen in der institutionellen Geldanlage, die sich dadurch ergeben, dass das Niedrig- bis Negativzinsumfeld uns wohl noch eine Weile beschäftigen werden. Letzteres beinhaltet auch die Ungewissheit, wie sich Anleger in turbulenten Marktphasen verhalten werden, die sich erst seit relativ kurzem in risikoreicheren und illiquideren Anlagesegmenen bewegen. Nicht zuletzt bereiten uns auch die unseres Erachtens zu optimistischen Hoffnungen auf Fiskalpakete Sorgen und schließlich auch die Aussicht auf eine noch schwerer vorherzusehende US-Außenpolitik im Zeichen eines Präsidenten, der sich sowohl im Wahlkampf als auch in einem Amtsenthebungsverfahren befindet. All dies verlieren wir nicht aus den Augen. Gleichzeitig gehen wir aber in unserem Kernszenario auch nicht von einer Eskalation in diesen Punkten aus, weshalb wir einen insgesamt leicht positiven Ausblick für das Anlagejahr 2020 beibehalten.

## Verhalten offensiv

Im Sommer kulminierten Handelsstreit- und Rezessionsorgen. Anschließend fassten die Märkte wieder mehr Mut, wir ebenso.

Im Vergleich zum Vorquartal sind wir etwas optimistischer geworden, was sich insbesondere in unserer Präferenz einer höheren Aktienquote (USA und Europa) zulasten von Staats- und Wandelanleihen widerspiegelt. Zum Optimismus trug bei, dass Handelsstreit, Brexit und Rezessionsorgen zumindest nicht weiter zu eskalieren drohten. Die geldpolitischen Lockerungen der Zentralbanken taten ihr Übriges.

Die nun erreichten Bewertungsniveaus machen größere Marktschwankungen jedoch wahrscheinlicher. Eine höhere Aktienquote sollte daher mit einer Erhöhung der sogenannten Portfoliostabilisatoren in Form von Gold und höherer Duration einhergehen. Sich an der „Seitenaus“-Linie zu positionieren bleibt angesichts der – teils negativen – Zinsen aus unserer Sicht keine Option.



<b>Aktien</b>	<b>49,5%</b>
Aktien USA	27%
Aktien Europa	8,5%
Aktien Schwellenländer	5,5%
Aktien Global Style	5%
Aktien Japan	3,5%
<b>Anleihen</b>	<b>45%</b>
Euro Investment Grade	15%
Eurozone-Staatsanleihen	10%
Schwellenländeranleihen (in Hartwährung)	7,5%
US-Staatsanleihen	7%
Euro-Hochzinsanleihen	3,5%
US-Hochzinsanleihen	2%
<b>Alternative Anlagen</b>	<b>4%</b>
Rohstoffe	4%
<b>Liquidität</b>	<b>1,5%</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: 02.12.2019

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. Die DWS unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Präsidentschaftswahl in den USA 2020. 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 02.12.2019

# Wechselhafte Aussichten mit sonnigen Abschnitten

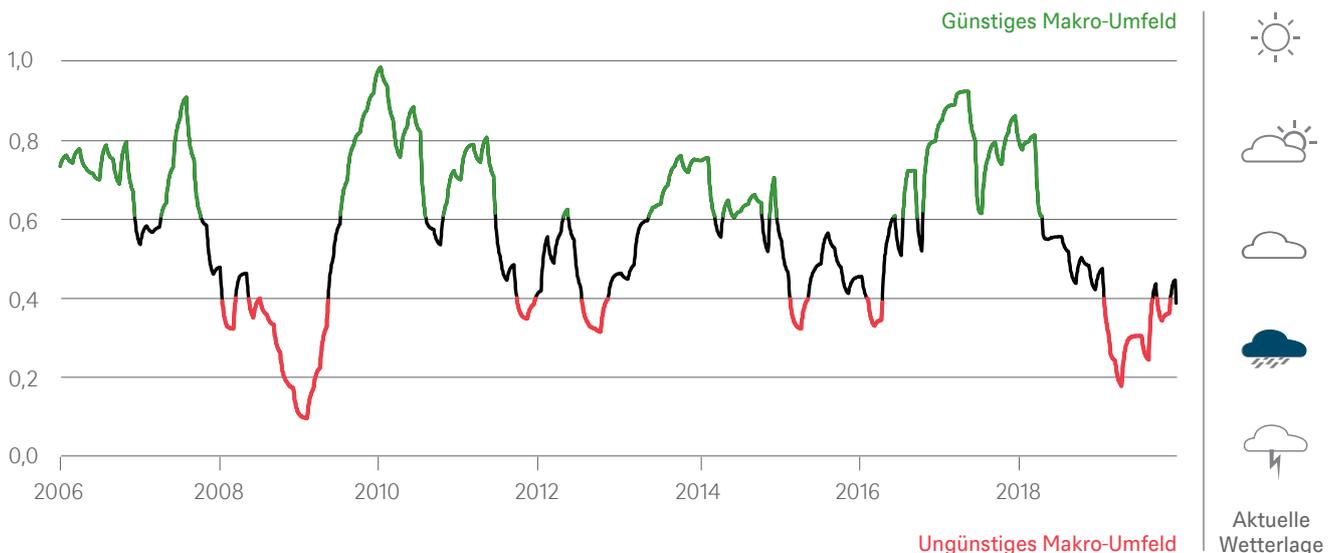
Die von den drei Indikatoren gezeigten Aussichten bleiben uneinheitlich.

Das Jahr 2019 war geprägt von einer stark wechselhaften Gemengelage. Dies lässt sich sehr gut am Verlauf des DWS-Risiko-Indikators ablesen, der deutlichen Schwankungen unterlag. Das Auf und Ab in der Risikoneigung der Investoren wurde insbesondere bestimmt vom Hin und Her im Handelskonflikt zwischen den USA und China. Phasen der Eskalation durch Einführung von Strafzöllen auf Importe oder von Schwarzlisten für Unternehmen, mit denen die wirtschaftlichen Beziehungen eingeschränkt werden sollten, wurden abgelöst von Phasen, in denen die Hoffnung auf ein baldiges Ende des Konflikts geschürt wurde. Von diesen Geschehnissen vergleichsweise unbeeindruckt blieb der DWS-Makro-Indikator. Schon zu Beginn des Konflikts 2018 indizierte er ein sich abschwächendes Umfeld und die damit einhergehende gebotene Vorsicht. 2019 sind es nun auch insbesondere die den globalen Handel betreffenden Sub-Komponenten des

Indikators, die ein anhaltend negatives Bild zeichnen. Damit reflektiert der Makro-Indikator sicherlich auch die negativen Auswirkungen des 2018 begonnenen Konflikts und signalisiert seit 15 Monaten eine konstant negative makroökonomische Lage. Die Märkte haben sich unterdessen jedoch von dem negativen makroökonomischen Ausblick gelöst und die Risikofreude unter den Investoren hat wieder Einzug gehalten. Die positive Stimmung dort wurde wahrscheinlich in erster Linie von den monetären Maßnahmen der Zentralbanken getrieben. So haben alle wichtigen Zentralbanken 2019 die Zinsen gesenkt und/oder haben nach kurzer Unterbrechung erneut Programme zur quantitativen Lockerung gestartet. Zusätzlich haben zuletzt immer weniger Wirtschaftsdaten negativ überrascht. Insgesamt hat sich die Großwetterlage deutlich verbessert.

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

Die letzten Monate sah es zunächst nach einer Bodenbildung beim Makro-Indikator aus. Jüngst ist der Indikator jedoch ins unterste Drittel zurückgefallen, sodass weiter Vorsicht geboten ist. Insbesondere die den globalen Handel betreffenden Sub-Indikatoren bleiben angespannt.

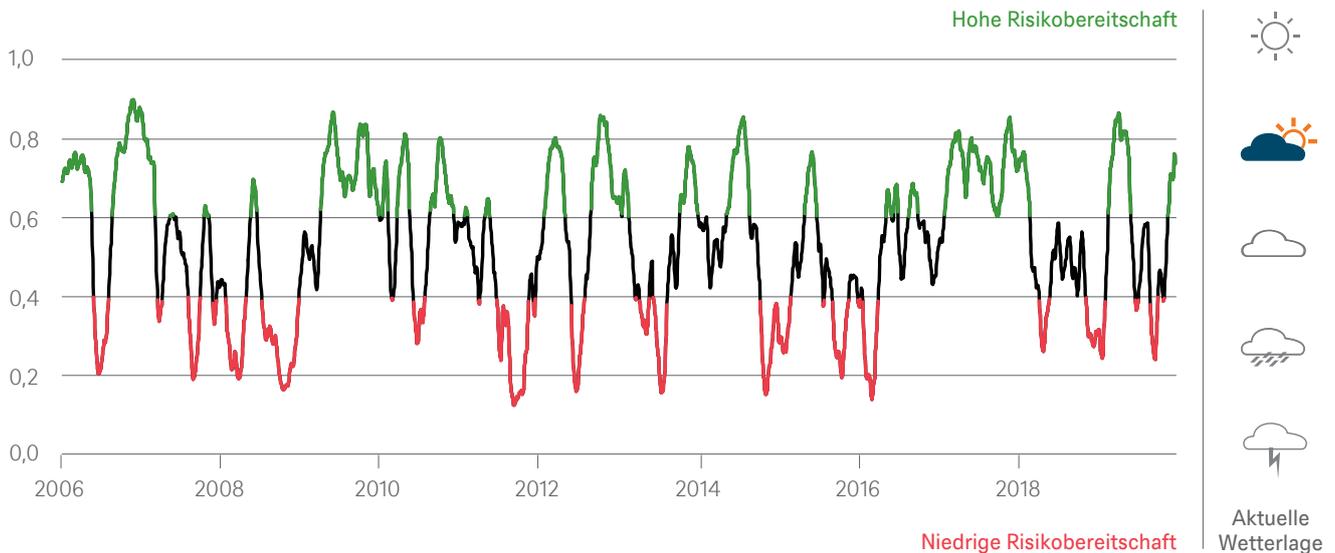


Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: 03.12.2019

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. Die DWS unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Präsidentschaftswahl in den USA 2020. 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: 03.12.2019

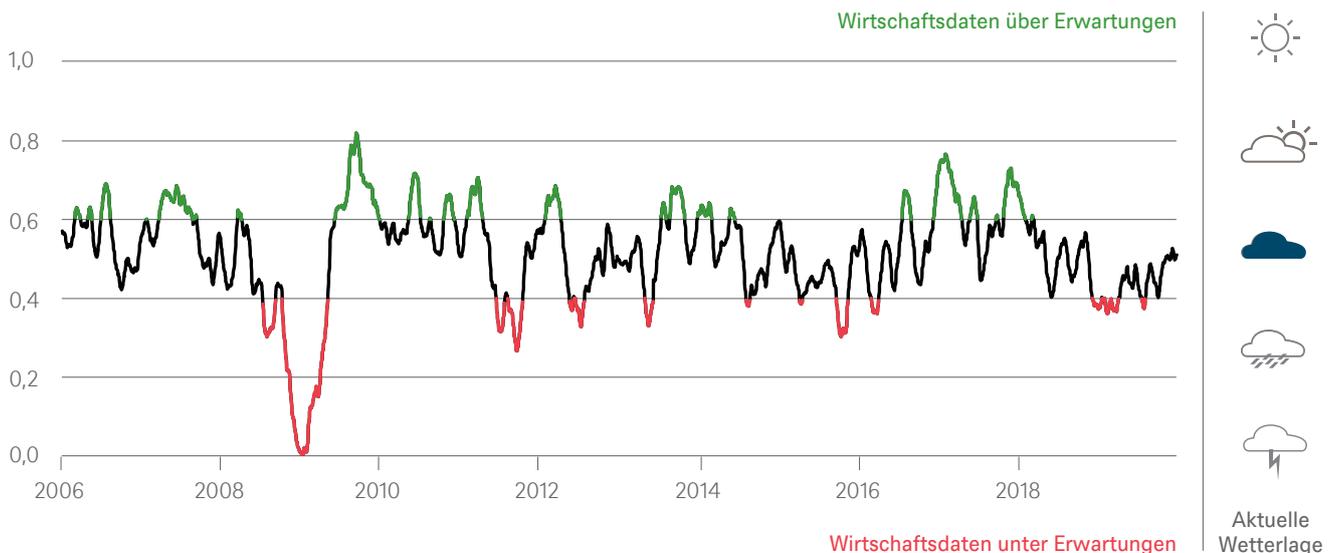
### RISIKO-INDIKATOR / Gradmesser für die aktuelle Risikoneigung an den Finanzmärkten

Nach der eher vorsichtigen Haltung der Investoren zum Ende des dritten Quartals ist die Risikofreude wieder an den Markt zurückgekehrt. Einzig die Liquiditäts-Indikatoren bleiben angespannt. Insgesamt zeichnet der Risiko-Indikator seit Mitte Oktober ein eindeutig positives Bild.



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

Auch wenn der Surprise-Indikator den überwiegenden Teil des Jahres im roten Bereich notierte, zeigt sich in den letzten zwei Monaten eine leichte Verbesserung. Auf globaler Basis konnten die Datenveröffentlichungen die Erwartungen der Analysten größtenteils treffen. Lediglich in Asien überwogen negative Überraschungen.



Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: 03.12.2019

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. Die DWS unterstützt kein bestimmtes Resultat in den bevorstehenden Präsidentschaftswahl in den USA 2020. 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: 03.12.2019

# Wenn Wasser knapp wird: globale Auswirkungen

Bevölkerungswachstum, Verstädterung und Wasserverschwendung bedeuten Risiken und Chancen, etwa für Versorger und die Landwirtschaft.

- 75 Prozent der Erde sind mit Wasser bedeckt. Aber nur 2,5 Prozent davon ist Süßwasser, und gerade einmal 1 Prozent steht zur Erhaltung der Ökosysteme zur Verfügung.
- Bereits heute stammen 25 Prozent des weltweiten BIP-Wachstums aus Ländern, die unter chronischer Wasserknappheit leiden.
- Die DWS hat eine Wasserrisikokala entwickelt, die zeigt, welche Sektoren am stärksten vom Wasserrisiko betroffen sind.



Petra Pflaum  
CIO for Responsible Investments

Nach dem Globalen Risikoreport 2019 des Weltwirtschaftsforums gehören Wasserkrise zu den zehn größten Risiken.<sup>1</sup> Schätzungen des Researchunternehmens Trucost gehen von Kosten in Höhe von 1,9 Billionen Dollar aus, wenn man alle wirtschaftlichen, gesellschafts- und umweltbezogenen Kosten von Wasserverschmutzung, Überflutung und Dürre berücksichtigt. Die tatsächlichen Kosten für einen Kubikmeter Wasser reichen von 0,10 Dollar in wasserreichen Gebieten bis hin zu 15 Dollar in Gebieten mit extremer Knappheit. Unternehmen können von dieser großen Spanne profitieren, indem sie Wassernutzung und Wasserverfügbarkeit bereits in der Planungsphase berücksichtigen.<sup>2</sup> Obwohl drei Viertel der Erde mit Wasser bedeckt sind, entfallen nur 2,5 Prozent auf Süßwasser, und gerade einmal 1 Prozent steht für irdisches Leben und alle Ökosysteme zur Verfügung.<sup>3</sup>

Verschmutzung, Verlust natürlicher Feuchtgebiete und immer häufigere Dürreperioden stellen wachsende Belastungen für die Wasserressourcen unseres Planeten dar. Der Klimawandel verschärft diese Trends ebenso wie die Entleerung nicht-erneuerbarer Grundwasserspeicher zur Deckung des Wasserbedarfs. Am besorgniserregendsten ist die Situation in China, Indien,

Mexiko, Spanien, Südkorea und den Vereinigten Staaten.<sup>4</sup> Es kommt immer häufiger zu Wasserknappheit, weil die verfügbaren Wasserressourcen nicht ausreichen, um den Wasserbedarf in einer Region zu decken. Wasserknappheit wirkt sich nicht nur über Hunger und Krankheit auf die menschliche Gesundheit aus. Sie kann auch zu Engpässen in Schlüsselindustrien wie etwa der Landwirtschaft führen; und letzten Endes kann Wasserknappheit sogar die politische Stabilität der betroffenen Länder und Regionen gefährden. Dies wird unausweichlich weitreichende Folgen für Regierungen, Unternehmen, Investoren und Bevölkerungen haben.

Seit den 1980er Jahren ist der Wasserverbrauch mehr als doppelt so schnell gewachsen wie die Weltbevölkerung. Und der Druck auf die Wasserressourcen ist keineswegs geringer geworden.<sup>5</sup> Im 20. Jahrhundert wuchs die Weltbevölkerung um 4,6 Milliarden von 1,5 Milliarden auf 6,1 Milliarden. In diesem Jahrhundert wird die Weltbevölkerung nach Schätzungen der Vereinten Nationen um 4,8 Milliarden auf 10,9 Milliarden wachsen. Zwischen heute und 2050 soll die Weltbevölkerung demnach um weitere 2,1 Milliarden wachsen – wovon 58 Prozent auf Afrika und weitere 33 Prozent auf Asien entfallen.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> Weltwirtschaftsforum (Januar 2019). Weltrisikobericht 2019; bei der Bewertung der Risiken wurde sowohl die Eintrittswahrscheinlichkeit, wie die Heftigkeit der möglichen Folgen berücksichtigt.

<sup>2</sup> Trucost (2013) The True costs of water <https://www.trucost.com/trucost-blog/true-cost-water>

<sup>3</sup> Der Generalsekretär der Vereinten Nationen warnt vor weitreichenden Missständen durch globale Wasserkrise (März 2018) <https://www.apnews.com/278d9a84cff74c3a996c88fa2d8d69f3>

<sup>4</sup> World Water Development Report 2019 (März 2019).

<sup>5</sup> FAO (2017) Water for sustainable food and agriculture <http://www.fao.org/3/a-i7959e.pdf>

<sup>6</sup> United Nations Population Division. World Population Prospects 2019

Parallel zum Bevölkerungswachstum nehmen die Verstädterung und die Bedrohung der Artenvielfalt zu. 1950 lebten 30 Prozent der Weltbevölkerung oder 751 Millionen Menschen in Städten – mittlerweile sind es 55 Prozent bzw. 4,2 Milliarden. Bis 2050 dürfte sich der Anteil der städtischen Bevölkerung auf 68 Prozent erhöht haben. Nur drei Länder – Indien, China, und Nigeria – würden für 35 Prozent der Zunahme der globalen Stadtbevölkerung zwischen 2018 und 2050 verantwortlich sein.<sup>7</sup>

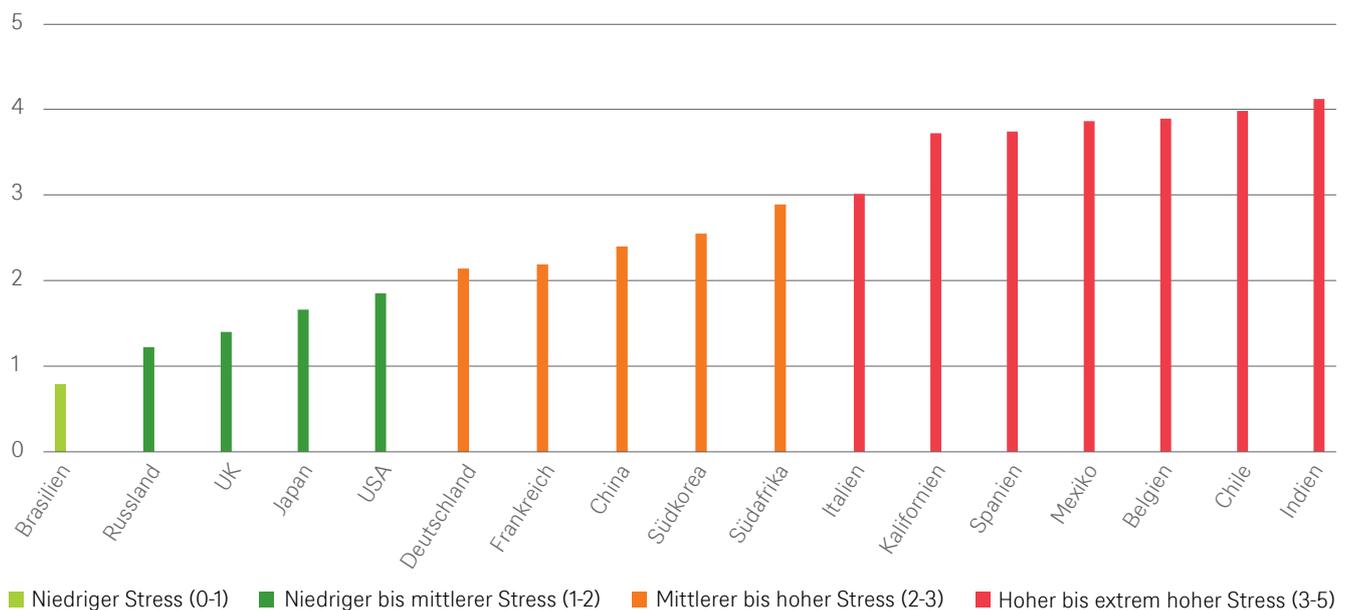
Derzeit leiden 1,7 Milliarden Menschen in 44 Ländern unter chronischer Wasserknappheit. Bis 2050 wird etwa die Hälfte der Weltbevölkerung (4,9 Milliarden Menschen) in Ländern leben, in denen chronische oder wiederkehrende Mängel an Frischwasser herrschen.<sup>8</sup>

Grafik 1 zeigt auf der Grundlage von Daten aus dem World Resources Institute (WRI), dass der Wassermangel auf Länderebene im Nahen und Mittleren Osten am akutesten ist. Auch andere Schwellenländer, vor allem Indien, Chile, Mexiko und Thailand, sind betroffen. Obwohl die Industriestaaten auf den ersten Blick widerstandsfähiger erscheinen, sind die Unterschiede auf regionaler Ebene erheblich. Nach der WRI-Wasserstressskala belegen die Vereinigten Staaten mit 1,85 Punkten einen Platz in der unteren bis mittleren Risikokategorie. Bei genauerer Betrachtung zeigt sich jedoch, dass die US-Bundesstaaten New Mexico (4,26) und Kalifornien (3,72) gleichauf mit den Vereinigten Arabischen Emiraten und Spanien liegen.<sup>8</sup>

### DIE WELT IM WASSERSTRESS

Wasserstress ist im Nahen Osten am akutesten. Andere Schwellenländer, insbesondere Indien, Chile, Mexiko und Thailand, dürften ebenfalls stark betroffen sein

Water-stress Score (0-5)\*



\* Das Verhältnis des Wasserverbrauchs zum erneuerbaren Wasserangebot in der jeweiligen Region. Ein höherer „Score“ bedeutet, dass mehr Nutzer um limitierte Wasservorkommen kämpfen.

Quelle: World Resources Institute; Stand: 08/2019

<sup>7</sup> World Urbanization Prospects 2018; United Nations Economics and Social Affairs Division.

<sup>8</sup> World Resources Institute (August 2019). 17 Länder, in denen ein Viertel der Weltbevölkerung lebt, sind von extrem hoher Wasserknappheit bedroht. <https://www.wri.org/aqueduct>

Wasserknappheit und Migration können auch die politische Stabilität gefährden, besonders in Schwellenländern. Eine 2011 vom Internationalen Währungsfonds durchgeführte Studie<sup>9</sup> untersuchte zwischen 1970 und 2007 in 120 Ländern die Korrelation zwischen steigenden Lebensmittelpreisen und Protestdemonstrationen gegen Regierungen. Sie kam zu dem Schluss, dass ein Preisanstieg bei Lebensmitteln um 10 Prozent in Ländern mit niedrigem Einkommen zu einer Verdopplung der Protestaktionen gegen die amtierende Regierung führt. Der Arabische Frühling dürfte 2011 zum großen Teil durch die Erhöhung der Getreidepreise ausgelöst worden sein. Soziale Unruhen spielen auch bei den globalen Migrationsbewegungen eine wichtige Rolle. 3,4 Prozent der Weltbevölkerung gelten heute als Migranten, während es in den 1990er Jahren noch 2,8 Prozent waren.

Diese Trends bergen Risiken für Unternehmen und ihr operatives Geschäft in Regionen, in denen Wasser knapp ist. Die rechtlichen Sanktionen können bis hin zum Entzug der Betriebserlaubnis reichen. So leistete zum Beispiel in Frankreich und Indien die lokale Bevölkerung bereits heftigen Widerstand gegen Getränkehersteller, die Raubbau an den Wasserressourcen betrieben. Heute wird 20 Prozent des globalen Bruttoinlandsprodukts (BIP) in Regionen mit Wasserknappheit erwirtschaftet – diese Zahl könnte bis 2050 auf 45 Prozent steigen.<sup>10</sup> Aber diese Regionen bieten auch wirtschaftliche Chancen. Die Textilindustrie ist ein Extrembeispiel für hohen Wasserverbrauch: Für die Herstellung eines T-Shirts werden bis zu 2.700 Liter Wasser benötigt – das Einsparpotenzial ist enorm.<sup>11</sup>

Die DWS hat vor kurzem eine Wasserrisikoskala für Unternehmen entwickelt, in die Daten von Sustainalytics, ISS-Oekom, MSCI und Trucost einfließen. Das Ergebnis ist in Grafik 2 dargestellt: Die Bereiche, die am wahrscheinlichsten großen Wasserrisiken ausgesetzt sein werden (und daher mit E und F bewertet werden), sind Basiskonsumgüter, Versorger, Berg-

bau (als Teil des Grundstoffsektors) und Teile des Energiesektors. Umgekehrt gibt es zahlreiche Beispiele für neue oder bestehende Technologien zur Verringerung der Wasserrisiken. Zu diesen Lösungen gehören die Aufbereitung von Abwässern, die Nutzung von Regenwasser, Tröpfchenbewässerung, Einzelkornaussaat und Hybridsaaten, verbesserte Infrastruktur und Leitungen sowie Entsalzungsanlagen. Unternehmen ohne oder mit geringem Risiko der Wasserknappheit (A und B) oder Unternehmen, die spezielle Technologien zur Verringerung des Wasserrisikos entwickeln, könnten interessante Anlagemöglichkeiten bieten.

Agrarprodukte sind wesentlicher Bestandteil von Basis- und Konsumgütern. Auf diesen Sektor entfallen 70 Prozent des Frischwasserverbrauchs – größtenteils für Bewässerung. Davon werden jedoch etwa 60 Prozent durch undichte Bewässerungssysteme und den Anbau von Pflanzen verschwendet, deren Wasserbedarf für das Umfeld, in dem sie wachsen, zu hoch ist.<sup>12</sup> Da über 75 Prozent des weltweiten Angebots an Nahrungsmitteln von nur zwölf Pflanzen- und fünf Tierarten gedeckt wird, ist das Risiko für die Weltwirtschaft hoch. Extreme Ernteausfälle oder Seuchen könnten schwere wirtschaftliche Schäden anrichten.<sup>13</sup>

Das dritte Jahr in Folge ist der Welthunger angestiegen: Die Zahl der unterernährten Menschen hat sich von etwa 804 Millionen 2016 auf beinahe 821 Millionen 2017 erhöht hat. Die meisten unterernährten Menschen leben in Indien, China, Pakistan, Äthiopien und Indonesien. Laut Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) könnte sich durch Klimawandel und Bevölkerungswachstum die Zahl der unterernährten Menschen weltweit in diesem Jahrhundert um 40 bis 170 Millionen erhöhen.<sup>14</sup> Höhere Ernteerträge in höheren Breitengraden könnten durch die negativen Auswirkungen auf die Erntemenge und damit die Produktion in niedrigeren Breitengraden aufgewogen werden, wo die meisten agrarwirtschaftlich ausgerichteten Schwellenländer liegen.

<sup>9</sup> Arezki, R. und Brueckner, M. 2011. Food prices and political stability. IMF Working Paper WP/11/62

<sup>10</sup> World Water Development Report 2019 (März 2019).

<sup>11</sup> World Wildlife Fund (Januar 2013). The impact of a cotton T-shirt

<sup>12</sup> Global Footprint Network (Mai 2019). Advancing the science of sustainability database

<sup>13</sup> Food and Agriculture Organization der Vereinten Nationen (November 2018). What is happening to agrobiodiversity?

<sup>14</sup> Intergovernmental Panel on Climate Change (Oktober 2018). Global warming of 1.5°C

Eine Untersuchung von Ceres<sup>15</sup> zeigt, welche Lebensmittelhersteller die größten Fortschritte in Richtung einer intelligenten Wassernutzung machen.<sup>16</sup> Von den 35 untersuchten börsennotierten Unternehmen erwähnen 77 Prozent jetzt ausdrücklich Wasser als Risikofaktor in ihren Finanzdokumenten. 2017 waren es noch 59 Prozent. Trotz dieses gestiegenen Bewusstseins hinkt das effektive Wasserrisikomanagement noch hinterher – die durchschnittlich erzielte Punktzahl der Unternehmen liegt bei 38 von 100. Fleischproduzenten, bei denen die Wasserrisiken besonders hoch sind, unternehmen weiterhin am wenigsten gegen sie.

Diese Trends unterstreichen, wie wichtig es ist, dass Investoren und Unternehmen bei ihren Anlageentscheidungen Wasserrisiken und -chancen berücksichtigen. Viele von Wasserrisiken drastisch betroffene Sektoren, wie Versorger, Bergbau

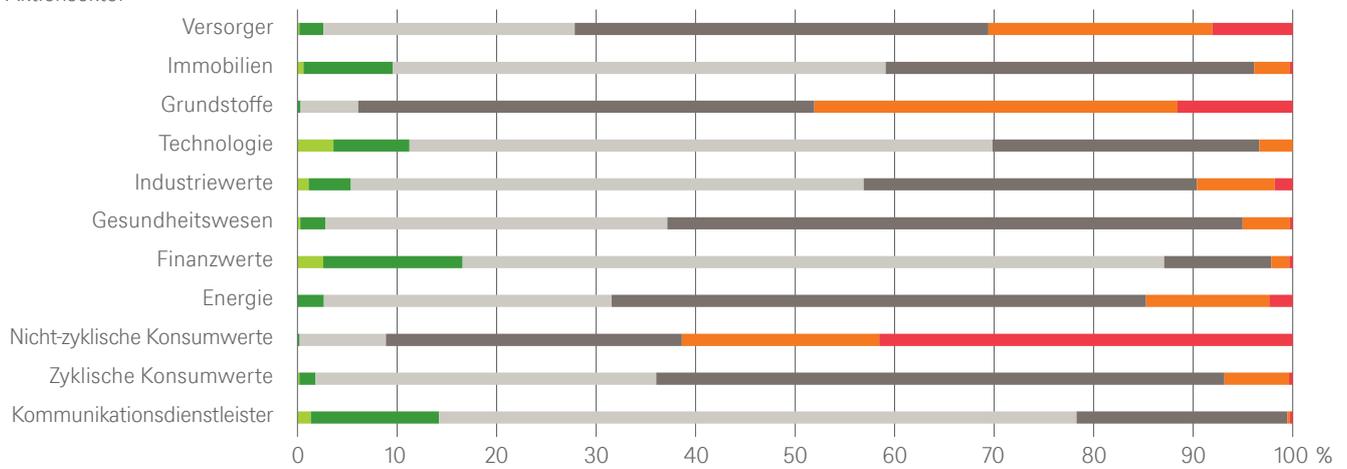
und Energie, sehen sich auch mit Klimarisiken konfrontiert. Der Basiskonsumgütersektor allerdings nicht. Dieser Sektor ist weniger stark vom Klimarisiko betroffen, aber sieht sich aufgrund des hohen Wasserbedarfs unmittelbar mit den Folgen des Klimawandels konfrontiert.

Das alles zeigt: Wasserrisiken werden auch für Anleger immer wichtiger. Dasselbe gilt natürlich für andere ESG-Themen wie das Klimarisiko im Allgemeinen. Wir arbeiten ständig daran, unsere Sektorallokation mit Hinblick auf alle diese Komponenten weiter zu verbessern. Natürlich bringt die Wasserknappheit Risiken. Aber wie bereits erwähnt, gibt es Unternehmen und Bereiche, die von Lösungen zur Verringerung der Wasserknappheit profitieren könnten. Wir berücksichtigen beide Aspekte in unserem Anlageentscheidungsprozess, und das nicht erst ab 2020.

#### DWS-WASSERSTRESSWERTE NACH BRANCHEN

Grundnahrungsmittel, Versorger, Bergbau und Energie sind am stärksten Wasserrisiken ausgesetzt. Potenzielle Gewinner sind auf Teilsektorebene in der Regel leichter zu identifizieren.

Aktiensektor



Anteil an Unternehmen mit jeweiligem „Water-transition-risk Score“ innerhalb des Sektors \* A B C D E F

\* Der DWS „Water-transition-risk Score“ sammelt Unternehmensdaten und evaluiert, wie akut die jeweiligen Sektoren von „Wasserrisiken“ betroffen sind. Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: 11/2019

<sup>15</sup> Ceres ist ein Non-Profit-Bündnis aus institutionellen Anlegern und Unternehmen, die sich der Nachhaltigkeit verschrieben haben  
<sup>16</sup> Ceres (2019). Feeding ourselves thirsty [https://www.ceres.org/sites/default/files/reports/2019-10/FOT2019\\_Executive\\_Summary.pdf](https://www.ceres.org/sites/default/files/reports/2019-10/FOT2019_Executive_Summary.pdf)

25. November 2019

## MAKRO / Anzeichen einer Stabilisierung

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

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

### Haushaltsdefizit (in % des BIP)

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

### Inflation (in % zum Vorjahr)

Region	2019P		2020P
USA <sup>1</sup>	1,9	→	1,9
Eurozone	1,3	→	1,3
Vereinigtes Königreich	1,9	↗	2,0
Japan	0,8	↗	1,4
China	2,4	↗	2,5

### Leistungsbilanz (in % des BIP)

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

### Leitzinsprognosen (in %)

Region	Aktuell*		Dez 2020P
USA	1,50–1,75	↘	1,25–1,50
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*		Dez 2020P
Rohöl (WTI)	56,8	→	54
Gold	1.471	↗	1.575
Kupfer (LME)	5.812	↗	6.240

\* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand:14.11.2019

<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 14.11.2019

WTI = West Texas Intermediate

LME = London Metal Exchange

Legende gilt für diese und die nächste Seite

– Makro-Daten, Wechselkurse und alternative Anlagen: Die Pfeile signalisieren, ob wir eine Aufwärtsentwicklung ↗, eine Seitwärtsentwicklung → oder eine Abwärtsentwicklung ↘ erwarten.

– Die Farbe der Signale zeigt 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: 14.11.2019

## AKTIEN / Firmengewinne sollten steigen

	Aktuell*		Dez 2020P		Erwartetes Gewinnwachstum	Einfluss KGV-Veränderung	Dividendenrendite
		●	Prognose	Total Return (erwartet) <sup>1</sup>			
USA (S&P 500)	3.191	●	3.300	5,3%	6%	-3%	1,9%
Europa (Stoxx Europe 600)	418	●	420	4,1%	6%	-5%	3,5%
Eurozone (Euro Stoxx 50)	3.773	●	3.770	3,4%	7%	-7%	3,5%
Deutschland (Dax) <sup>2</sup>	13.408	●	14.000	4,4%	10%	-9%	3,0%
Vereinigtes Königreich (FTSE 100)	7.519	●	7.500	4,5%	2%	-2%	4,7%
Schweiz (Swiss Market Index)	10.542	●	10.450	2,3%	5%	-6%	3,2%
Japan (MSCI Japan Index)	1.047	●	1.060	3,7%	4%	-2%	2,5%
MSCI Emerging Markets Index (USD)	1.088	●	1.120	5,8%	9%	-6%	2,9%
MSCI AC Asia ex Japan Index (USD)	674	●	700	6,4%	9%	-5%	2,5%

\* Quellen: Bloomberg Finance L.P., FactSet Research Systems Inc.; Stand: 16.12.2019

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

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

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 16.12.2019

## ANLEIHEN / Seitwärtstrend für Zinsen

### USA

	Aktuell*		Dez 2020P
US-Staatsanleihen (10 Jahre)	1,82%	●	1,85%
US-Kommunalanleihen <sup>1</sup>	87%	●	80%
US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen	102 bp	●	110 bp
US-Hochzinsanleihen	382 bp	●	400 bp
Besicherte Anleihen: Mortgage Backed Securities <sup>2</sup>	48 bp	●	47 bp

### Europa

	Aktuell*		Dez 2020P
Deutsche Bundesanleihen (10 Jahre)	-0,35%	●	-0,35%
UK-Staatsanleihen (10 Jahre)	0,71%	●	0,95%
EUR Investment-Grade-Unternehmensanleihen <sup>3</sup>	112 bp	●	90 bp
EUR Hochzinsanleihen <sup>3</sup>	374 bp	●	360 bp
Besicherte Anleihen: Covered Bonds <sup>3</sup>	43 bp	●	40 bp
Italienische Staatsanleihen (10 Jahre) <sup>3</sup>	168 bp	●	150 bp

\* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 14.11.2019

<sup>1</sup> Verhältnis von 10-jährigen AAA Kommunalanleiherenditen zu 10-jährigen US-Staatsanleiherenditen

<sup>2</sup> Bloomberg Barclays MBS Forward Index

<sup>3</sup> Spread bezogen auf deutsche Bundesanleihen

### Asien-Pazifik

	Aktuell*		Dez 2020P
Japanische Staatsanleihen (10 Jahre)	-0,07%	●	-0,10%
Asiatische Unternehmensanleihen	265 bp	●	265 bp

### Global

	Aktuell*		Dez 2020P
Schwellenländer Staatsanleihen	323 bp	●	320 bp
Schwellenländer Unternehmensanleihen	326 bp	●	320 bp

### Währungen

	Aktuell*		Dez 2020P
EUR vs. USD	1,10	→	1,15
USD vs. JPY	108	→	105
EUR vs. GBP	0,86	→	0,89
GBP vs. USD	1,29	→	1,29
USD vs. CNY	7,02	→	7,10

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 14.11.2019  
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: 14.11.2019

## GLOSSAR

**Basispunkt** – Ein Basispunkt entspricht 1/100 Prozent

**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

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

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

**Covered Bonds** – Englischer Begriff für gedeckte Schuldverschreibung, Anleihen also, die einen doppelten Ausfallenschutz 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

**Demokraten** – Eine der beiden großen politischen Parteien in den Vereinigten Staaten, die politisch tendenziell links von der Republikanischen Partei positioniert ist.

**Demokratische Partei** – Eine der beiden großen politischen Parteien in den Vereinigten Staaten, die politisch tendenziell links von der Republikanischen Partei positioniert ist.

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

**Duration** – In Jahren ausgedrückte Kennzahl für festverzinsliche Wertpapiere, welche die Zeitpunkte aller Zahlungseingänge zeitlich gewichtet aufaddiert. Mit ihr wird die Sensitivität des Anleihepreises gegenüber einer Zinsänderung berechnet

**Einlagenzinssatz** – Zu diesem Zinssatz können Banken überschüssiges Zentralbankguthaben bis zum nächsten Geschäftstag im Eurosystem anlegen.

**ETF** – Exchange-traded Funds (ETFs); als einzelnes Wertpapier an der Börse handelbare Fonds

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

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

**Europäische Union (EU)** – Politischer und wirtschaftlicher Staatenverbund mit aktuell 28 Mitgliedsstaaten

**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

**Fiskalpolitik** – Alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die ein Staat ergreift, um seine volkswirtschaftlichen Ziele zu verwirklichen

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

**FTSE US Broad Investment-Grade Bond Index** – Der Index misst die Wertentwicklung der auf US-Dollar begebenen US-Investmentgrade Unternehmensanleihen.

**Geldpolitik** – Alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die eine Zentralbank ergreift, um ihre Ziele zu verwirklichen

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

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

**House of Commons** – Unterhaus des britischen Parlaments

**iBoxx Euro Corporate Index** – Index, der die Entwicklung von Euro-denominierten Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating abbildet

**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

**J.P. Morgan Asia Credit Index (JACI Index)** – Marktkapitalisierungsgewichteter Index, der Investoren Zugang zum asiatischen fixed-rate Dollar Anleihenmarkt (Staatsanleihen, Quasi-Staatsanleihen und Unternehmensanleihen) bietet

**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

**Labour Party** – genannt „Arbeitspartei“; ist eine der drei größten politischen Parteien im Vereinten Königreich und hat eine Mitte-links-Orientierung

**Liquidität** – Maß für die Möglichkeit, Vermögenswerte schnell und in großem Umfang ohne größere Preisreaktion im Markt kaufen oder verkaufen zu können.

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

**MSCI AC World Information Technology Index** – Aktienindex, der Unternehmen mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung aus 23 Industrie- und 26 Schwellenländern enthält, welche dem Informationstechnologie-Sektor (engl. „information technology“) zugeordnet 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

**Nominal** – ist in der Wirtschaftswissenschaft eine nicht inflationsbereinigte Größe.

**Quantitative Easing/ Lockerungsmaßnahmen (QE)** – Lockerung der Geldpolitik durch den breiten Ankauf von Wertpapieren, wodurch die Zentralbankbilanz ausgedehnt wird. Dabei kann die Zentralbank sowohl Staatsanleihen als auch andere Wertpapiere wie etwa Anleihen privater Emittenten aufkaufen

**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 und CCC bis D, das beste bis zum schlechtesten Rating) und Fitch (AAA über BBB+ bis D, das beste bis zum schlechtesten Rating)

**Referendum in Großbritannien** – Abstimmung am 23.06.2016, in welcher 52% der Bürger für einen Austritt Großbritanniens aus der EU stimmten

**Repräsentantenhaus** – US-Parlamentskammer, der 435 Abgeordnete sowie nicht stimmberechtigte Vertreter für Washington, D.C. und die US-Territorien angehören

**Republikanische Partei (Republikaner)** – Eine der beiden großen politischen Parteien in den Vereinigten Staaten, die politisch tendenziell rechts von der Demokratischen Partei positioniert ist

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

**Repo** – Repurchase Agreement, ein Rückkaufgeschäft. Der Anleger verpflichtet sich, das heute verkaufte Wertpapier zu einem bestimmten Zeitpunkt zurückzukaufen. Als Entgelt zahlt er den Repo-Zins

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

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

**Senat** – Parlamentskammer, der 100 Senatoren angehören

**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

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

**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

**Wahlkollegium** – Das Gremium, das den Präsidenten und den Vizepräsidenten der Vereinigten Staaten wählt und von Wahlmännern aus den einzelnen Bundesstaaten gebildet wird; die Zahl der Wahlmänner entspricht der Zahl der Vertreter des jeweiligen Staates im Kongress.

**Wandelanleihe** – Eine Art von Anleihe, die in der Regel mit einem Nominalzins ausgestattet ist. Sie räumt dem Inhaber zusätzlich das Recht ein, sie während einer Wandlungsfrist zu einem vorher festgelegten Verhältnis in Aktien einzutauschen.

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

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

**Zwillingsdefizit** – Gleichzeitiges Haushalts- und Leistungsbilanzdefizit

**Zyklische Konsumwerte** – Konsumwerte, deren Nachfrage stark am Wirtschaftszyklus hängt

## WERTENTWICKLUNGEN / Überblick

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

	11/14 - 11/15	11/15 - 11/16	11/16 - 11/17	11/17 - 11/18	11/18 - 11/19
Asiatische Unternehmensanleihen	2,7%	5,7%	5,4%	-1,9%	12,5%
Besicherte EUR-Anleihen: Covered Bonds	1,4%	1,2%	1,0%	-0,3%	3,7%
Besicherte US-Anleihen: Mortgage Backed Securities	1,7%	1,6%	2,1%	-0,5%	8,0%
Dax	14,0%	-6,5%	22,4%	-13,6%	17,6%
Deutsche Bundesanleihen (10 Jahre)	3,2%	2,5%	0,4%	1,6%	5,1%
EUR Hochzinsanleihen	2,4%	5,8%	8,1%	-3,0%	8,8%
EUR Investment-Grade-Unternehmensanleihen	0,6%	3,2%	3,3%	-1,7%	6,5%
Euro Stoxx 50	10,6%	-10,4%	19,9%	-8,7%	20,0%
FTSE 100	-1,9%	11,1%	12,3%	-0,7%	10,1%
Italienische Staatsanleihen (10 Jahre)	6,7%	-1,6%	5,0%	-7,3%	17,6%
Japanische Staatsanleihen (10 Jahre)	1,8%	2,1%	0,3%	0,1%	1,5%
MSCI AC Asia ex Japan Index	-10,6%	7,1%	35,2%	-9,6%	7,8%
MSCI AC World Index	-1,9%	4,3%	25,3%	-0,4%	14,3%
MSCI Emerging Market Index	-17,0%	8,5%	32,8%	-9,1%	7,3%
MSCI Japan Index	7,6%	1,7%	24,3%	-6,0%	9,3%
MSCI World Information Technology Index	4,4%	6,1%	38,8%	4,9%	28,9%
S&P 500	2,7%	8,1%	22,9%	6,3%	16,1%
Schwellenländer Staatsanleihen	-0,2%	7,0%	10,2%	-5,4%	14,0%
Schwellenländer Unternehmensanleihen	0,0%	8,3%	8,6%	-1,9%	13,4%
Stoxx Europe 600	14,5%	-8,1%	16,8%	-4,4%	18,3%
Swiss Market Index	1,3%	-9,2%	22,2%	0,3%	20,0%
UK-Staatsanleihen (10 Jahre)	2,9%	5,2%	2,2%	2,0%	6,4%
US-Hochzinsanleihen	-3,4%	12,1%	9,2%	0,4%	9,7%
US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen	0,0%	4,2%	6,0%	-2,8%	15,2%
US-Staatsanleihen (10 Jahre)	2,0%	0,6%	2,2%	-1,6%	12,3%

Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 30.11.2019

## 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 2019

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

CRC 072180, CRC 072073, CRC 072308, CRC 072305, CRC 072507, CRC 072469, CRC 072497, CRC 072499, CRC 072555, CRC 072554, CRC 072586 (12/2019)



