

Deutsche
Asset Management

CIO | VIEW

Quarterly August 2016



Belastungsfaktor Brexit

Auswirkungen auf die Wirtschaft



Investieren in Zeiten der Zins-Einbahnstraße

Willkommen bei unserem ersten CIO View im neuen Format. Er wird viermal im Jahr im Anschluss an den CIO Day erscheinen, an dem wir unsere strategischen Prognosen bestimmen. Den einzelnen Vermögensklassen und unserer Multi-Asset-Strategie räumen wir nun mehr Platz ein. Zudem präsentieren wir hier fortan unsere systematischen und quantitativen Strategien.

Unser jüngster CIO Day stand im Zeichen des britischen EU-Referendums. Der Mehrheitswunsch, die Europäische Union (EU) zu verlassen, schockierte die Märkte. Trotz der Besonderheit dieses Votums könnten die hervorgerufenen Reaktionsmuster uns noch öfter begegnen: 1. Ein politisch geprägtes Ereignis wird vom Markt unterschätzt und zieht starke Marktverwerfungen nach sich. 2. Die Aktienindizes erholen sich zwar in kurzer Zeit, auf Sektorebene gibt es jedoch deutliche und nachhaltige Ausschläge in beide Richtungen. 3. Die Rentenmärkte reagieren in gewohnter Manier: Die Unsicherheit führt dazu, dass eine Ausweitung der lockeren Geldpolitik eingepreist wird.

Diese Beobachtungen sind in unsere Strategie eingeflossen. Während wir 2017 zwar eine Beschleunigung der wirtschaftlichen Erholung erwarten, gehen wir von steigenden politischen Risiken aus, die auch die Kapitalmärkte prägen können. Allerdings werden die Zentralbanken wohl auch weiterhin bereit stehen, um größere Verwerfungen zu verhindern.

Diese kurzfristig stimulierende Wirkung der Zentralbanken hat ihre Kehrseiten. Die Preisverzerrungen über alle Vermögensklassen nehmen zu, immer mehr Anleger wagen sich in immer riskantere Vermögensklassen vor. Dass auch sämtliche unserer Kursziele und Anlageschwerpunkte unmittelbar der Zentralbankpolitik geschuldet sind, ist Ausweis der ungewöhnlichen Zeiten. So mögen wir trotz geringer Renditen EUR-Peripherieanleihen, weil die Europäische Zentralbank (EZB) diese Titel kauft. So mögen wir trotz geringer Renditen EUR Investment-Grade-Anleihen, weil die EZB diese Titel kauft. So mögen wir trotz hoher Bewertung US- und EUR-Dividendentitel, da die Zinsen niedrig sind. So mögen wir trotz starken Yens auch japanische Aktien, weil die Zentralbank sehr expansiv agiert. Und so mögen wir, trotz höheren Risikos, auch Hochzinsanleihen, weil die überhaupt noch einen nennenswerten Coupon auszahlen.

Wir hängen also weiter an den Zentralbanken. Ob die Niedrigzinsen allein ihr Werk sind – die US-Staatsanleiherenditen sinken seit bald 30 Jahren –, oder auch Sorgen über strukturelle Änderungen in den Industrieländern mitschwingen, sei dahin gestellt. Denn es ändert wenig an der Tatsache, dass wir und der Markt die Vermögensallokation stark danach ausrichten, dass eine Zinswende, die diese Bezeichnung auch verdient, bis auf Weiteres ausbleiben wird. Was zu der absurden Situation führt, dass sich weder Anleger noch Schuldner höhere Zinsen leisten können.



Wichtige Begriffe erklären wir in unserem Glossar. Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 18.07.2016



Stefan Kreuzkamp,
Chief Investment Officer

„ Wir sind an einem Punkt angelangt, an dem sich weder Anleger noch Schuldner eine deutliche Zinswende leisten können. „

CIO|VIEW

Quarterly August 2016

FOKUS

6 Wachsende Spannung

MAKRO

8 Belastungsfaktor Brexit
10 Unsere Prognosen
11 Rohstoffe

FIXED INCOME

12 Für Notenbanker ist der Brexit nicht nur eine britische Angelegenheit
14 Unsere Prognosen
15 Währungen

EQUITIES

16 Politische Börsen
18 Bewertungen
19 Unsere Prognosen

ALTERNATIVE ANLAGEN

20 Immobilien bieten weiter interessante Aussichten
21 Liquid Alternatives: Brexit – eine politische UND eine Finanzkrise?

MULTI ASSET

22 Aktiver Umgang mit niedrigen Renditen und hoher Volatilität
24 Allokation
25 Indikatoren

SYSTEMATIC & QUANT

26 CROCI: Auf der Suche nach steigenden Umsätzen

UNSERE PROGNOSEN

28 Alle Prognosen auf einen Blick

ÜBER UNS

31 CIO Office & Deutsche Asset Management

» NEUN POSITIONEN «



Fokus

Der Anstieg der Target2-Salden könnte neue Spannungen in der Eurozone signalisieren. Die Europäische Zentralbank (EZB) kann die Spannungen nur mindern. Die Politik ist gefordert, Struktur reformen voranzutreiben.



Makro

Das Brexit-Votum belastet nicht nur Großbritannien sondern ganz Europa. Nach schwachem Jahresstart kommt die US-Wirtschaft langsam wieder in Fahrt. China verliert weiter an Wachstumstempo.



Rohstoffe

Im Januar 2016 endete die Talfahrt am Rohstoffmarkt. Energieträger und Edelmetalle erhielten Auftrieb. Vor allem Erdöl legte zeitweise deutlich zu. Gold profitiert von den wachsenden politischen Risiken.



Renten

Nach dem Brexit-Referendum dürfte die Geldpolitik wohl nicht nur in Europa lockerer werden. Der Druck auf die EZB steigt, mehr zu machen. Das sollte Chancen für Anleiheinvestoren bringen.



Währungen

Die Devisenmärkte haben das Brexit-Votum schnell verdaut. Der US-Dollar dürfte im Jahresverlauf aufwerten. Den Yen sehen wir als gutes Mittel zur möglichen Risikodiversifikation über alle Anlageklassen hinweg.



Aktien

Aktien reagieren zwar weniger auf politische Umwälzungen als andere Anlageklassen, doch auch hier sehen wir Nervosität. Dank der Zentralbanken übertreiben die Märkte in beide Richtungen, was wir ausnutzen wollen.



Immobilien

Makrorisiko-Signale lassen an den meisten Märkten durchschnittliche bis überdurchschnittliche Renditen erwarten. Relativ zu Staatsanleihen liegen die Anfangsrenditen von Immobilien über dem historischen Schnitt.



Multi Asset

Im aktuellen Anlageumfeld – in dem niedrige Renditen mit hoher Volatilität einhergehen – sollte der Schwerpunkt auf effektiver taktischer Asset-Allokation, sorgfältiger Einzeltitelwahl und Risikomanagement liegen.



Systematic & Quant

Selten zuvor haben so viele Unternehmen eine so lange Phase stagnierender Umsätze erlebt. Bislang haben sich die Aktienmärkte, mit begrenzten regionalen Abweichungen, erstaunlich widerstandsfähig gezeigt.

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertrags-erwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; 03.08.2016

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertrags-erwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; 03.08.2016

Wachsende Spannung im System

» Die Target2-Salden gelten als Krisenindikator. Seit Mitte 2014 steigen sie wieder. Droht eine neue Eurokrise? «

Die Liebe von Volkswirten zur Saldenmechanik ist bekannt. Anhand dieser lässt sich zeigen, dass in Volkswirtschaften ohne Außenhandel Sparen und Investieren immer gleich sind. In Volkswirtschaften mit Außenhandel gilt dies nicht mehr. Dann entspricht die Differenz aus Sparen und Investieren dem Außenbeitrag – also dem Export minus Import. Länder mit negativem Außenbeitrag erhalten Kapital von Ländern mit positivem Außenbeitrag. Das Auf und Ab der Wechselkurse und Zinsen sorgt dafür, dass in der Regel genügend internationales Kapital zum Ausgleich bereitsteht.

Doch was ist bei einer Währungsunion? Dann bleibt nur ein höherer Zins, um internationales Kapital zur Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite zu gewinnen. Vor Gründung der Eurozone herrschten Zweifel, ob der Interbankenmarkt ausreichend stabil ist, um die Kapitalbewegungen abzuwickeln. 1999 entstand daher das Zahlungssystem Target als Verknüpfung nationaler Plattformen. Im November 2007 folgte Target2, eine gemeinsame Plattform, bei der Banküberweisungen von einer

Notenbank zur anderen über das Eurosystem abgewickelt werden.

Alternatives Zahlungssystem

Zur Funktionsweise ein Beispiel: Ein italienisches Unternehmen kauft auf Kredit eine Maschine bei einem deutschen Unternehmen. Zur Bezahlung kann die finanzierende italienische Bank für ihren Kunden einen Kredit bei einer deutschen Bank aufnehmen. Das Geld aus dem Kredit fließt an den deutschen Exporteur. Doch was ist, wenn die deutsche Bank einen hohen Zinsaufschlag fordert? Dank Target2 kann sich dann die italienische Bank das Geld zur Bezahlung der Maschine über die Banca d'Italia von der Europäischen Zentralbank (EZB) zu günstigen Konditionen leihen. Für die Überweisung erhält die italienische Notenbank wiederum über die EZB einen Kredit von der Bundesbank. Bei dieser Art der Bezahlung entstehen eine Target2-Verbindlichkeit der Banca d'Italia und eine Target2-Forderung der Bundesbank gegenüber dem Eurosystem.

2010 führte das Misstrauen zwischen den Banken zur Austrocknung des

Interbankenmarktes. Target2 half, dass ausreichend Kapital zur Finanzierung des supranationalen Güterhandels in der Eurozone zur Verfügung stand. Und auch die Kapitalflucht, die durch Angst vor einem Auseinanderbrechen des Euro ausgelöst wurde, führte nicht zur Illiquidität des Finanzsektors in der Peripherie. Über Target2 konnte das Geld zu günstigen Konditionen wieder in die Peripherie zurückfließen. Dies half, einen weiteren Anstieg der Geldmarktzinsen zu vermeiden. Die Kehrseite war, dass die Salden im Target2-System explodierten.

Rückkehr des Misstrauens

Ab 2012 beruhigte sich die Lage. Seit Mitte 2014 ist aber ein erneuter Anstieg der Target2-Verbindlichkeiten der Peripherieländer zu beobachten. Und dies, obwohl diese Länder mittlerweile Leistungsbilanzüberschüsse erzielen. Dies indiziert Kapitalabflüsse aus den Peripherieländern, die über das Target2-System abgewickelt werden. Bei der Suche nach Gründen lohnt ein Blick in Richtung Geldpolitik. Im Frühjahr 2014 befeuerte die EZB Spekulationen, dass

sie über den Ankauf von Wertpapieren nachdenkt. Im Januar 2015 gab sie Quantitative Easing (QE) bekannt. Zudem kündigte die EZB den Banken im Juni 2014 und im März 2016 vergünstigte langfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs) an. Fast zeitgleich dazu begannen die Target2-Salden anzusteigen.

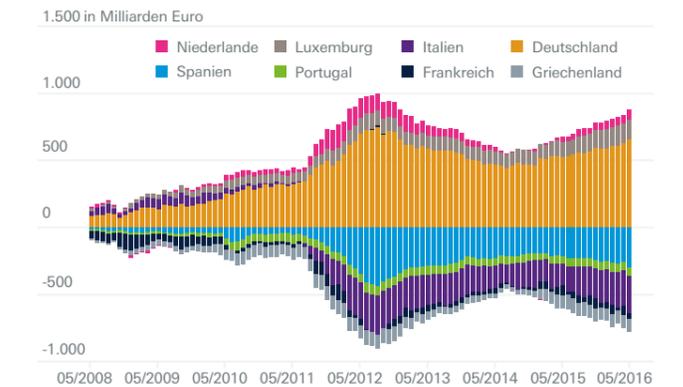
Die Maßnahmen der EZB führten zur Verringerung der Zinsdifferenz zwischen der Kernzone und der Peripherie. Damit erhöhte sich der Anreiz für die Kapitaleigner, ihr Geld in Länder mit solideren wirtschaftlichen Rahmendaten zu transferieren. Zudem hat der Aufkauf von Anleihen zu Überschussliquidität in den wirtschaftlich schwächeren Ländern geführt. Diese wurde offensichtlich teilweise in die Kernländer verlagert. Zusätzlich haben die Banken in der Peripherie einen Teil der Überschussliquidität zur Tilgung von Krediten bei den Banken in den Kernländern verwendet. Dies alles wirkt dem Ziel der EZB entgegen, die Kreditvergabe in der Peripherie anzukurbeln.

Der EZB gelang durch ihre Maßnahmen zwar die Reduktion der Risikoprämien zwischen den Ländern. Trotzdem zweifelt so mancher Anleger längerfristig am Bestand der Eurozone – und zwar nicht erst seit dem Brexit-Votum. Innerhalb der Eurozone ist das Finanzsystem noch viel enger verflochten. Die wirtschaftlichen Folgen eines Zerfalls wären weit größer. Der Brexit-Schock sollte den Druck auf die Regierungen erhöhen, Strukturreformen durchzuführen und damit die Stabilität der Eurozone zu erhöhen. ■

Krisenindikator für die Eurozone

2012 erklärte die EZB, dass sie ein Auseinanderbrechen der Eurozone nicht zulässt. Kapital floss wieder in die Peripherie zurück. Seit Mitte 2014 steigen die Target2-Salden wieder.

Entwicklung der Target2-Salden

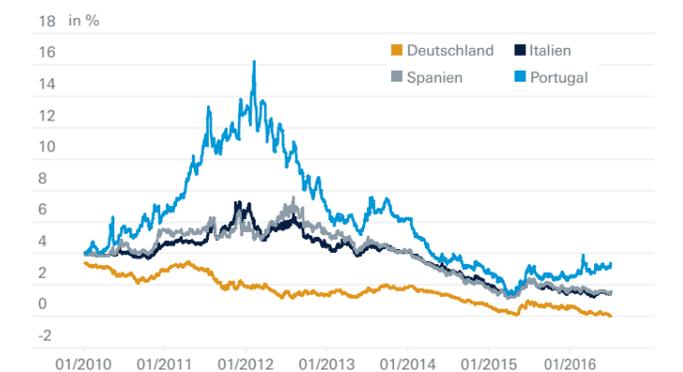


Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand: 19.07.2016

Auswirkungen von Quantitative Easing

Mit Hilfe von Wertpapierkäufen konnte die EZB die Risikoprämien der Peripherieländeranleihen reduzieren. Doch Zweifel der Investoren gegenüber der Eurozone blieben.

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand: 19.07.2016

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 19.07.2016

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 19.07.2016

Belastungsfaktor Brexit

» Der Ausgang des Referendums sorgt für mehr Unsicherheit in Europa. Das Wachstumstempo dürfte sich in Großbritannien und der Eurozone abschwächen. «



Phil Poole,
Global Head of Research

Unsere Erwartungen in Kürze

- Das Brexit-Votum der Briten sorgt für eine wirtschaftliche Abschwächung
- Die USA bleiben auf einem soliden Wachstumspfad
- Die Wirtschaft in China verliert an wirtschaftlicher Dynamik

In seinem 1921 erschienenen Buch „Risk, Uncertainty and Profit“ unterschied der US-Ökonom und Pionier der Risikoforschung Frank Hyneman Knight zwischen Risiken, denen exakte Wahrscheinlichkeiten zugeordnet werden können, und Risiken, deren Eintrittswahrscheinlichkeiten nur schwer abgeschätzt werden können. Der Brexit zeigt, dass Knights Überlegungen weiterhin aktuell sind.

Vor der Abstimmung ließ so manche Umfrage einen Brexit als eher unwahrscheinlich erscheinen. Der Brexit-Entscheid war daher eine Überraschung. Noch überraschender war aber, dass die politische Führung in London auf so einen Ausgang unvorbereitet war. Wann und wie genau der Austritt aus der Europäischen Union (EU) erfolgen soll, ist nach wie vor unklar. Großbritannien sieht sich nun mit Ungewissheiten konfrontiert, denen sie keine Wahrscheinlichkeiten zuordnen kann.

Bisher leitete die neue Premierministerin Theresa May nicht den Austritt des Landes aus der EU ein. Stattdessen erklärte die Führung des Landes, dass zuerst das Verhältnis von Großbritannien zur EU nach dem Austritt geklärt werden muss. Die Vertreter der EU wollen dagegen

die Verhandlungen erst nach der Austrittserklärung starten. Damit ist noch nicht einmal geklärt, ob es zum Austritt kommt. Was bleibt, ist Ungewissheit. Und diese Ungewissheit hat negative wirtschaftliche Folgen. Investoren und Konsumenten reagieren darauf mit einer Reduzierung ihrer Ausgaben. Und diese kann man zwar nicht exakt, aber in etwa, quantifizieren. Wir erwarten, dass sich das Wirtschaftswachstum Großbritanniens im kommenden Jahr auf 0,8 Prozent abschwächt. Dies dürfte zu einem Rückgang der Importe führen. Die Eurozone wird als wichtigster Handelspartner davon am stärksten betroffen sein. Zwar gibt es inzwischen erste Anzeichen einer Erholung, etwa bei der Kreditnachfrage. Das Wachstum in der gemeinsamen Währungszone dürfte sich durch das Brexit-Votum aber – gemessen an unseren Vorhersagen kurz vor dem Referendum – um 0,3 Prozentpunkte auf 1,2 Prozent im kommenden Jahr abschwächen.

Länder mit geringeren Verflechtungen zu Großbritannien beim Handel von Gütern und Dienstleistungen dürften dagegen kaum vom Brexit-Referendum tangiert werden. Unsere US-Wachstumsprognose von zwei Prozent für 2017 haben wir beibehalten.

Die Wachstumsprognosen für Japan und die Schwellenländer, die wir Mitte Juni berechnet haben, haben wir ebenfalls nicht verändert.

Von den Notenbanken wird der Brexit-Entscheid als Belastungsfaktor gesehen. Sie sehen sich in der Pflicht, die wirtschaftlichen Auswirkungen des Votums abzumildern. Die US-Notenbank wird vermutlich nur noch maximal zwei moderate Leitzinserhöhungen von jeweils 25 Basispunkten bis Mitte 2017 durchführen. Und die Diskussionen, ob die Europäische Zentralbank (EZB) im Frühjahr 2017 mit der Drosselung des Volumens ihrer Anleihen-Ankaufprogramme (Tapering) beginnt, sind im Moment verstummt. Die weiterhin lockere Geldpolitik dürfte auch zu einer Beruhigung an den Kapitalmärkten beitragen.

Um stärkere wirtschaftliche Rückschläge in Großbritannien abzumildern, dürfte die Bank of England (BoE) wieder zu dem Kreis der Notenbanken mit laufendem Quantitative Easing (QE) hinzustoßen. Zudem dürfte sie in diesem Fall ihren Leitzins um 25 Basispunkte senken, auf ein Jahr rechnen wir mit einem weiteren Zinsschritt, der zu einem Leitzins von 0,1% führen sollte. Ihr erstes Aufkaufprogramm endete im Oktober 2012 nach dem Erwerb von Wertpapieren im Wert von 375 Milliarden Pfund. Die Bank of Japan (BOJ) macht weiterhin QE – allerdings nicht wegen des Brexit-Referendums. Das sehr magere Wirtschaftswachstum verbunden mit einer Inflationsrate nahe der Nulllinie bereiten Japans Zentralbank Sorgen. >

¹ Wirtschaftswachstum in % zum Vorjahr

Abschwung durch Brexit¹

Die Investitionen dürften das Wachstum in Großbritannien um 0,5 Prozentpunkte belasten.

Wachstum und Wachstumsbeiträge im Vereinigten Königreich

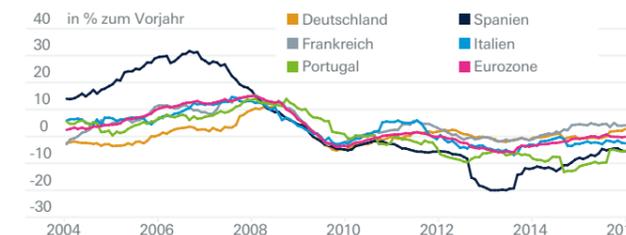


Quellen: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH, E = Erwartung; Stand: 07/2016

Erstes Signal der Erholung

Die Kreditnachfrage ist noch gering. Doch die Ära rückläufiger Unternehmenskredite läuft aus.

Kredite an Unternehmen (außerhalb des Finanzsektors)



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand: 07/2016

Indien auf der Überholspur

China federt den Strukturwandel mit kurzfristiger Stimulierung ab. Indien setzt auf Deregulierung.

BIP-Wachstum in China und Indien



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Internationaler Währungsfonds; Deutsche Asset Management Investment GmbH, E = Erwartung; Stand: 07/2016

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 18.07.2016

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 18.07.2016

Unsere Prognosen

» Die Weltwirtschaft befindet sich weiterhin auf solidem Wachstumspfad. Nach einem schwachen Jahresauftakt nimmt die US-Wirtschaft an Fahrt auf. «

Das Jahr 2016 entwickelt sich politisch turbulent. In Großbritannien stimmte das Volk für den Brexit. In Spanien gestaltet sich die Regierungsbildung weiterhin schwierig. Am 8. November steht zudem die US-Präsidentenwahl an. Wir gehen davon aus, dass

sich die Weltwirtschaft trotz der politischen Unsicherheit stabil entwickelt. Unsere globale Wachstumsprognose für 2017 haben wir allerdings um 20 Basispunkte auf 3,4 Prozent gesenkt. Verursacher der wirtschaftlichen Eintrübung ist Europa. Neben der Politik

belastet auch die zu geringe Kapitaldeckung in Italiens Bankensektor die Eurozone. Offen ist, ob dabei private Gläubiger zur Kasse gebeten werden. Der Anstieg der Target2-Salden ist ein Zeichen, dass die Unsicherheit in der Eurozone noch nicht abgebaut ist. ■

BIP-Wachstum in % (zum Vorjahr)

	2016P		2017P
USA	1,8	↗	2,0
Eurozone	1,4	↘	1,2
Vereinigtes Königreich	1,3	↘	0,8
Japan	0,5	↗	0,7
China	6,3	↘	6,0
Welt	3,3	→	3,4

Haushaltsdefizite in % des BIP

	2016P		2017P
USA	-3,0	↗	-3,2
Eurozone	-1,9	→	-1,9
Vereinigtes Königreich	-3,3	→	-3,3
Japan	-6,0	↘	-5,2
China	-2,4	↗	-2,5

Inflation in % (zum Vorjahr)

	2016P		2017P
USA ¹	1,6	↗	1,8
Eurozone	0,3	↗	1,6
Vereinigtes Königreich	0,7	↗	2,6
Japan	-0,2	↗	0,2
China	2,0	↘	1,5

Leistungsbilanz in % des BIP

	2016P		2017P
USA	-2,7	↘	-2,8
Eurozone	2,9	↘	2,7
Vereinigtes Königreich	-3,9	↗	-3,5
Japan	2,8	↘	2,5
China	2,5	→	2,5

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 07.07.2016.

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

Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

» Das dürfte dazu führen, dass die BOJ ihr Wertpapierkaufprogramm ausdehnt und die Zinsen weiter drückt.

Gewinner der aktuellen Entwicklung könnten die Schwellenländer sein. Die dortigen Unternehmen und Regierungen haben das Niedrigzinsumfeld genutzt und ihre Schulden seit 2007 deutlich ausgedehnt. Mit dem Schuldenanstieg hat die Abhängigkeit von der Geldpolitik in den Industrieländern, insbesondere gegenüber der Geldpolitik in den USA, zugenommen. Die Verschiebung der US-Leitzinserhöhungen nach hinten sorgt entsprechend für eine Entlastung. Rohstoffexportierende Schwellenländer wie Brasilien und Russland profitieren zudem vom Anstieg der Rohstoffpreise. Beide Länder dürften nach einer Rezessionsphase 2017 wieder um ein Prozent wachsen.

Chinas politische Führung setzte in den Vorjahren auf kreditfinanzierte Investitionen, um die Wirtschaft zu stimulieren. Dies führte in verschiedenen Branchen zu Überkapazitäten und einem Anstieg der Problemkredite. Damit steigt der Druck auf die Regierung in Peking, Strukturreformen einzuleiten. Der Blick auf Indien zeigt, dass wirtschaftliche Restrukturierungen und marktwirtschaftliche Reformen lohnen. Für 2017 erwarten wir für Indien eine Wachstumsbeschleunigung um 0,3 Prozentpunkte auf 7,8 Prozent, für China eine Wachstumsabschwächung um 0,3 Prozentpunkte auf sechs Prozent. ■

Leitzinsprognosen in %

	Aktuell*		Juni 2017P
USA	0,25-0,50	↗	0,75-1,00
Eurozone	0,0	→	0,0
Vereinigtes Königreich	0,5	↘	0,1
Japan	0,0	→	0,0

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 07.07.2016.

* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 26.07.2016

Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

Rohstoffe

Im Januar 2016 endete am Rohstoffmarkt eine rasante Talfahrt, die Mitte 2014 begann. Auftrieb erhielt der Markt von Energierohstoffen und von Edelmetallen. Der Preis für Erdöl (WTI) legte seit dem Jahrestief am 20. Januar um rund 85 Prozent zu (Stand: 29.06.2016). Gründe dafür sind die stark rückläufige US-Ölproduktion und eine steigende globale Ölnachfrage. Abgemildert wurde der Preisanstieg durch eine Produktionsausweitung im Iran. Wir erwarten einen nur noch moderaten Ölpreisanstieg bis Mitte 2017. Gold war ebenfalls im ersten Halbjahr gefragt. Ein Grund dafür ist die wachsende politische Unsicherheit. Das Brexit-Votum sorgte für einen weiteren Kurssprung. Die Investoren reagierten darauf, dass die Fed vermutlich ihre Leitzinserhöhungen nach hinten verschiebt und die EZB ihre ultralockere Geldpolitik länger als erwartet beibehält.

Unsere Prognosen

Prognosen in US-Dollar	Aktuell*		Juni 2017P
Rohöl (WTI)	44	↗	55
Gold	1.320	↗	1.390
Silber	20	→	20
Kupfer (LME)	4.930	↘	4.600
Aluminium (LME)	1.592	↘	1.500

WTI = West Texas Intermediate
LME = London Metal Exchange

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertrags Erwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 18.07.2016

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertrags Erwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 18.07.2016

Für Notenbanker ist der Brexit nicht nur eine britische Angelegenheit

» Das Brexit-Votum hat die Märkte kalt erwischt. Nun rücken die politischen Herausforderungen in den Vordergrund – was für Anleger auch Chancen bringen dürfte. «



Joe Benevento...



...und Joern Wasmund
Global Co-Heads of Fixed
Income/Cash

Es ist noch nicht lange her, da schien die nächste Zinserhöhung der U.S. Federal Reserve (Fed) zum Greifen nahe. Die Bank of England würde ihr folgen. Selbst Sorgen über ein etwaiges Auslaufen oder Schrumpfen der Anleihekäufe durch die Europäische Zentralbank (EZB) schienen nicht mehr allzu fern.

Dann kam das Brexit-Referendum. Wann und wie genau Großbritannien die Europäische Union (EU) verlassen könnte, ist noch nicht absehbar. Zwei Dinge sind jedoch bereits klar. Erstens: Die Geldpolitik vieler Industrieländer wird wohl fürs Erste noch lockerer werden. Die Kreditkosten britischer Unternehmen sind seit dem Referendum gesunken – trotz wachsender Rezessionsgefahr. Auch Renditen auf die Staatsanleihen vieler Länder sind aufgrund der erwarteten Maßnahmen noch weiter gerutscht, und rentieren immer häufiger negativ. Womit wir beim zweiten Punkt wären: Der Brexit ist nicht – nur – eine britische Angelegenheit. Fans des britischen TV-Sitcom-Klassikers „Yes Minister“ mögen sich an eine berühmte Szene erinnern fühlen, in der Staatssekretär Sir Humphrey

Appleby erklärt: „Minister, Großbritannien verfolgt seit mindestens 500 Jahren dasselbe außenpolitische Ziel: die Schaffung eines uneinigen Europas.“

Neue Herausforderungen für die EZB

Der Brexit-Schock verstärkt den Handlungsdruck der EZB. Konventionelle Instrumente sind begrenzt. Obwohl noch Spielraum für eine Zinssenkung besteht, würde diese die ohnehin schwer gebeutelten Banken Europas weiter ausquetschen. Dies ebnet den Weg zu mehr Wertpapierkäufen oder gar neuen Geldspritzen, dem bereits viel diskutierten „Helikopter-Geld“. Alles scheint möglich. Aber derartige Maßnahmen bringen nicht nur Segen.

Nehmen wir nur das jüngst gestartete Corporate Sector Purchase Programme (CSPP). Nach EZB-Kriterien dürften hier Anleihekäufe von Nicht-Banken und von Investment-Grade-Anleihen im Wert von ca. 850 Milliarden Euro infrage kommen. Davon dürften knapp unter 500 Milliarden Euro tatsächlich zur Verfügung stehen, da die EZB höchstens 70 Prozent einer Anleihe, bei staatsnahen

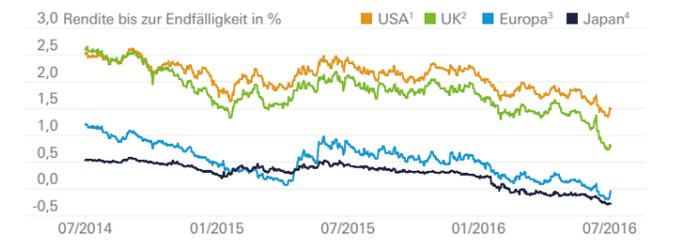
Unternehmen noch weniger, erwerben darf. Die EZB dürfte im Schnitt wohl auf ein Kaufvolumen von etwa 5 Milliarden Euro pro Monat abzielen. Bis März 2017 könnte die EZB somit etwa 10 Prozent des verfügbaren Gesamtbestands erwerben – eine nützliche Beimischung, da andere Anleihen, wie Bundesanleihen, immer knapper werden.

Der Weg dorthin wird jedoch steinig. Denn der Markt für Unternehmensanleihen hoher Bonität war ohnehin schon immer eng. Nun dürfte er weiter austrocknen. Am meisten werden wohl Kernländer wie Deutschland und Frankreich sowie einzelne Sektoren wie Versorger profitieren – kleine, bedrängte Unternehmen der Peripherieländer bestenfalls indirekt. Und nicht alle Nebenwirkungen des billigen Gelds sind positiv, man schaue nur etwa auf die steigende Zahl von Übernahmen und Fusionen.

Die Lehre daraus? Solange die Geldpolitik die Zinsen auf extrem niedrigem Niveau hält, setzt sie „normale“ Marktmechanismen außer Kraft. Das begünstigt die üblichen Verdächtigen – Anleihen der Peripherieländer und europäische Unternehmensanleihen. Geldpolitischer Aktionismus in Europa und vielleicht Japan machen auch Investments in Märkten mit höheren Zinsen, wie etwa den USA, attraktiver. Die politischen Entscheidungsträger wären sicherlich gut beraten, sich über Marktverzerrungen Gedanken zu machen. Für Anleger spricht dagegen alles dafür, erstmal weiter den Geldregen zu genießen. Wie Sir Humphrey anmerkte: „Warum sollten wir jetzt was ändern, wo alles bisher doch so gut gelaufen ist?“ ■

Renditen weiter auf Talfahrt

Das Brexit-Referendum hat die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen weiter gedrückt.



¹ Generischer Zinssatz 10-jähriger US-Staatsanleihen
² Generischer Zinssatz 10-jähriger britischer Staatsanleihen
³ Generischer Zinssatz 10-jähriger europäischer Staatsanleihen (europäische Benchmark besteht aus französischen und deutschen Staatsanleihen)
⁴ Generischer Zinssatz 10-jähriger japanischer Staatsanleihen

Spreads zu Unternehmensanleihen unverändert

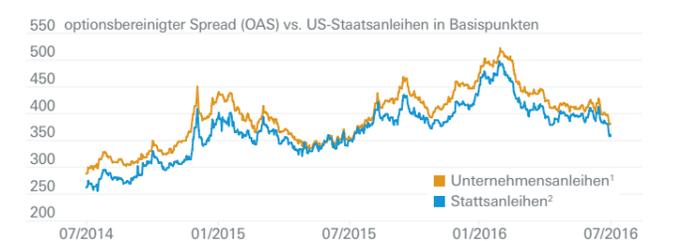
Vor allem in Europa profitieren Unternehmensschuldner weiter von der lockeren Geldpolitik der EZB.



¹ Barclays US Corporate High Yield Index (vs. US-Staatsanleihen)
² Bank of America Merrill Lynch Euro Non-Financial High Yield Constrained Index (vs. deutsche Staatsanleihen)
³ Barclays US Aggregate Bond Index (vs. US-Staatsanleihen)
⁴ iBoxx € Corporate Index (vs. deutsche Staatsanleihen)

Auch Schwellenländer-Anleihen dürften profitieren

Staats- und Unternehmensanleihen aus Schwellenländern erschienen zuletzt als risikoarm.



¹ J.P. Morgan Corporate Emerging Markets Bond Composite Blended Spread Index
² J.P. Morgan Emerging Markets Bond Global Diversified Sovereign Spread Index

Quellen: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 13.07.2016

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertrags Erwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertrags Erwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

Unsere Prognosen

» Anleiherenditen dürften auf längere Sicht niedriger bleiben – schon wegen der geldpolitischen Lockerung nach dem Brexit-Schock. «

	Aktuell*		Juni 2017P	Kommentar	
USA					
US-Staatsanleihen (2 Jahre)	0,75%	↗	1,00%	Für Staatsanleihen lassen sich die jüngsten Marktbewegungen und unsere geänderten Prognosen auf Jahressicht leicht zusammenfassen. Beide haben sich seit März nach unten bewegt – mehr noch die aktuellen Marktzinsen als unsere neuen Prognosen. Für Japan bleibt unsere Prognose unverändert, hauptsächlich weil wir auf Jahressicht bereits im März mit einem Rückgang der zehnjährigen Staatsanleiherenditen auf -0,1 Prozent gerechnet hatten.	
US-Staatsanleihen (10 Jahre)	1,56%	↗	1,70%		
US-Staatsanleihen (30 Jahre)	2,28%	→	2,35%		
US-Kommunalanleihen	93%	→	93%		
US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen	135 bp	↘	125 bp		
US-Hochzinsanleihen	521 bp	↗	620 bp		
Besicherte Anleihen: Mortgage Backed Securities ¹	98 bp	→	100 bp		
Europe					
Deutsche Bundesanleihen (2 Jahre)	-0,61%	↗	-0,50%		In den Euro-Peripherieländern rechnen wir mit einer weiteren Spreadeinerung in Italien, nicht aber in Spanien. Die Schwellenländer dürften dagegen, ebenso wie Hochzinsanleihen, von relativ hohem Carry profitieren. Besonders in Europa dürften Hochzins- und Investment-Grade-Anleihen von der weiteren Unterstützung durch die EZB profitieren. ■
Deutsche Bundesanleihen (10 Jahre)	-0,03%	↗	0,25%		
Deutsche Bundesanleihen (30 Jahre)	0,46%	↗	0,75%		
UK-Staatsanleihen (10 Jahre)	0,82%	↗	1,00%		
EUR Investment-Grade-Unternehmensanleihen ²	122 bp	→	120 bp		
EUR Hochzinsanleihen ²	428 bp	↗	500 bp		
Besicherte Anleihen: Pfandbriefe	6 bp	↗	10 bp		
Italienische Staatsanleihen (10 Jahre) ²	128 bp	↘	110 bp		
Spanische Staatsanleihen (10 Jahre) ²	114 bp	→	120 bp		
Asien-Pazifik					
Japanische Staatsanleihen (2 Jahre)	-0,33%	→	-0,30%		
Japanische Staatsanleihen (10 Jahre)	-0,25%	↗	-0,10%		
Asiatische Unternehmensanleihen	250 bp	↗	290 bp		
Global					
Schwellenländer-Staatsanleihen	359 bp	↗	400 bp		
Schwellenländer-Unternehmensanleihen	384 bp	→	385 bp		

* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 26.07.2016

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 07.07.2016; bp = Basispunkte

¹ Spread Current Coupon vs. 7-jährige US-Staatsanleihen

² Spread bezogen auf deutsche Bundesanleihen

Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertrags Erwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

Immer weiter so

» Inzwischen ist die Fed die einzige Notenbank, die einen – wenn auch abgemilderten – Straffungskurs verfolgt. Das unterstützt den US-Dollar, vor allem gegenüber EUR und GBP. «

Die Devisenmärkte haben das Brexit-Votum schnell verdaut. Risikoanlagen legten zu, nicht zuletzt wegen der Liquiditätsunterstützung durch die Zentralbanken. Mit einer restriktiveren Geldpolitik wird fürs Erste nirgends gerechnet. Vor diesem Hintergrund erhält der Euro (EUR) gegen den US-Dollar (USD) durch den großen Leistungsbilanzüberschuss Unterstützung. Im weiteren Jahresverlauf könnten die Märkte eine Zinserhöhung der Fed indes neu einpreisen, weil das Wachstum in den USA wieder anziehen dürfte. Das könnte den Wechselkurs EUR/USD auf 1,05 drücken. Risikoaversion stützt in der Regel den USD, während Risikoappetit

USD stärker, GBP schwächer

Brexit und eine fragile Eurozone begünstigen Währungen, die als sicherer angesehen werden.

	Aktuell*		Juni 2017P
EUR vs. USD	1,10	↘	1,05
USD vs. JPY	105	↗	108
EUR vs. GBP	0,84	→	0,84
GBP vs. USD	1,31	↘	1,25
USD vs. CNY	6,67	↗	6,90

* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 26.07.2016

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 07.07.2016.

Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertrags Erwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

der Fed Spielraum für Zinserhöhungen verschafft. Trotz der seit 15 Monaten eintönigen engen Handelsspanne im EUR/USD sehen wir daher den USD positiv. Der japanische Yen (JPY) spielt wegen seiner Korrelation zu Marktrisikowahrnehmungen eine besondere Rolle, als mögliche Risikodiversifikation über alle Anlageklassen hinweg. Das enorme Kapital japanischer Investoren in anderen Ländern ist hier der wichtigste Katalysator. Japan könnte Helikopter-Geld in der einen oder anderen Form einsetzen und dadurch den JPY schwächen. Aber der Effekt wäre wohl kurzlebig; der JPY würde wieder aufwerten, sobald die Marktvolatilität hochschnellt. ■



Dirk Aufderheide,
Chief Currency Strategist

Die Bilanz der EZB schwillt weiter an

Ein Grund für den starken US-Dollar ist das QE-Programm der EZB.



Quellen: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 07/2016

Politische Börsen

» Aktien sind natürlich nicht alternativlos. Aber immerhin eine gute Alternative in politisch unruhigen Zeiten. Kurspotenziale ergeben sich dabei unterhalb der Indexebene. «



Henning Gebhardt,
Global Head of Equities

Unsere Erwartungen in Kürze

- Die Aktienmärkte werden derzeit ungewöhnlich stark von politischen Sorgen geprägt.
- In der jüngeren Vergangenheit konnte Politik Aktien aber nur kurzfristig was anhaben. Auch, weil die Zentralbanken jederzeit helfen.
- Die Anlegersorgen zeigen sich jedoch in hohen Cash-Beständen und dem starken S&P 500 Index.

Politische Risiken spielen in Anlageentscheidungen derzeit eine tragende Rolle. Am Beispiel des Brexit-Votums ließ sich erkennen, dass Aktien regelmäßig weniger stark von politischen Umbrüchen beeinträchtigt werden als andere Vermögensklassen. Die Kursreaktionen bei Devisen und Anleihen waren deutlich nachhaltiger als bei den Aktienindizes, die sich schnell wieder erholten. Doch das Votum wird Europa wohl über Jahre prägen. Noch ist nicht abzusehen, ob es die Flieh- oder die Kohäsionskräfte der Europäischen Union (EU) stärken wird. Zwar sagt man politischen Börsen kurze Beine nach, doch letztlich basieren die zyklusprägenden Investitionsentscheidungen auch auf Stimmungen.

Vorerst erwarten wir jedoch zyklische Verbesserungen, welche sich in steigenden US-Gewinnen niederschlagen sollten. Auch in Europa und Japan sieht die unternehmerische Lage meist besser als die politische aus.

Auf Indexebene sehen wir für viele Börsen jedoch auf Jahressicht wenig Potenzial. Auch der Blick in die Vergangenheit ernüchert. Keine der großen Börsen hat, in US-Dollar gerechnet, ihre 2000er oder 2007er Hochs wieder

erreicht. Mit einer Ausnahme, den USA. Der MSCI AC World ex U.S. Index hingegen handelt rund ein Viertel unter seinem 2007er Hoch. Sicher sprechen flexible Strukturen, hohe Eigenkapitalrenditen sowie erfolgreiche Technologiefirmen für die Staaten. Zusätzlich könnten US-Aktien vom Status als risikoärmere Anlagedestination profitieren. Das ist dieser Tage sicher ein wichtiger Faktor, spiegeln sich die Anlegersorgen doch im Kassenbestand institutioneller Investoren wider – er ist so hoch wie seit 2001 nicht mehr. Doch es überrascht, wer im US-Markt wirklich den Ton angibt.

Wer kauft US-Aktien?

Dank Europäischer Zentralbank (EZB) kaufen US-Firmen noch mehr eigene Aktien. Was zunächst komisch klingt, ist näher an der Realität, als man glaubt. Die Niedrigzinspolitik der EZB strahlt ohnehin bereits auf das Zinsniveau der USA aus. Mit ihrem erweiterten Anleihekaufprogramm können US-Firmen jetzt noch direkter in den Genuss günstiger Refinanzierungskosten kommen: Sollte sich die EZB nämlich entscheiden, Euro-Anleihen von einer in der Eurozone registrierten Tochter einer US-Firma zu kaufen. Wie

gern solcherart subventionierte Fremdfinanzierung in Anspruch genommen wird, zeigt die Tatsache, dass die Emissionstätigkeit jener Firmen, deren Anleihen in das Kaufschema der EZB passen, überdurchschnittlich hoch ist. Die Mittelaufnahme richtet sich also nicht nach dem Bedarf, sondern nach Verfügbarkeit und Preis. Und was machen die Firmen dann mit all dem Geld? In den USA kauft man davon bevorzugt eigene und fremde Firmenanteile.

Zwischen 2013 und 2015 haben S&P 500 Index-Mitglieder für Dividenden und Aktienrückkäufe 21 Prozent und für bar gezahlte Akquisitionen gar 156 Prozent mehr Mittel aufgewendet. In Sachanlagen wurden lediglich zwei Prozent mehr investiert. Es fehlt also der Mut, in eigene Projekte zu investieren, dafür nimmt man Abkürzungen, um Firmenwachstum oder den Gewinn pro Aktie voranzutreiben. Der Niedrigzins macht's möglich. So blieb die Zinsbelastung über die vergangenen vier Jahre nahezu konstant, trotz deutlichen Anstiegs der Nettoschulden. Bei den Bruttoschulden, gemessen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP), knüpfen die nicht-finanziellen US-Firmen sogar wieder an ihre Rekordstände an. Grund zur Panik?

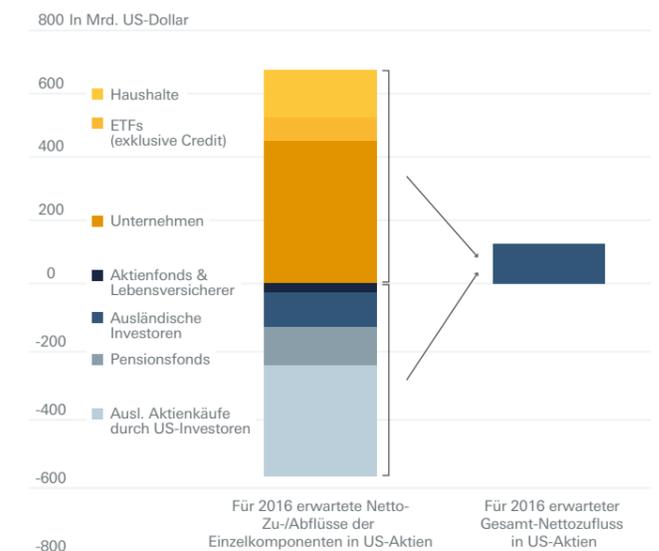
Unmittelbar gefährlich für stark verschuldete Unternehmen wären steigende Zinsen oder sinkende Gewinne. Für ersteres sehen wir vorerst wenig Spielraum. Bei den Gewinnen erwarten wir 2016 und 2017 wieder Wachstum. Damit bleiben US-Unternehmensschulden ein Faktor, der sich mittelfristig, aber nicht unmittelbar, zu einem Risiko entwickeln könnte. ■

„Für frische Impulse am Aktienmarkt können vor allem nachlassende politische Sorgen und positive Gewinnüberraschungen im zweiten Halbjahr sorgen.“

Henning Gebhardt, Global Head of Equities

Die wichtigste Kraft an den US-Börsen: die Firmen

Es ist schon erstaunlich, mit welchem Abstand die Unternehmen selbst die wichtigsten Käufer von Aktien in den USA sind. Selbstüberzeugung und Alternativlosigkeit?



Quellen: Goldman Sachs Global Investment Research, FactSet Research Systems Inc.; Stand: 22.07.2016

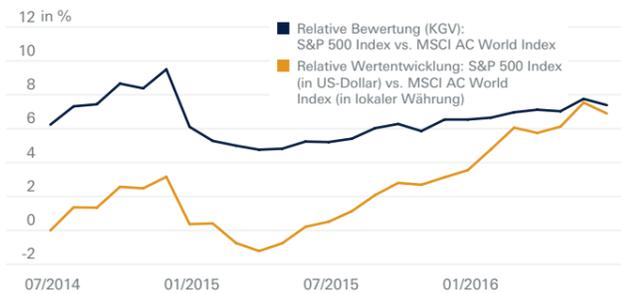
Zukunftsgerichtete Erklärungen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertrags Erwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertrags Erwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

Bewertungen im Überblick

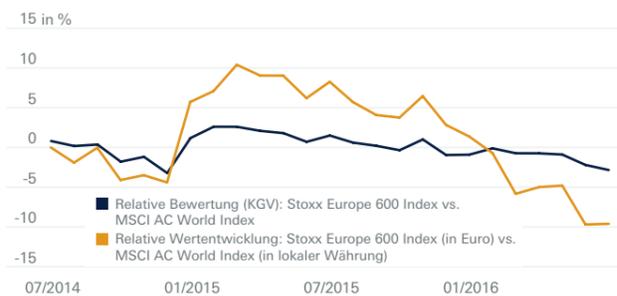
Aktien USA

Wir erwarten 2017 moderates Gewinnwachstum. Kurzfristig könnte eine Gewinnbeschleunigung in der zweiten Jahreshälfte, solide Wirtschaftszahlen und weitere politische Unsicherheit in Europa dazu führen, dass unser Kursziel für den S&P 500 Index dank seines Rufs als risikoärmere Anlageregion übertroffen wird. Defensive Titel könnten weiter überdurchschnittlich profitieren.



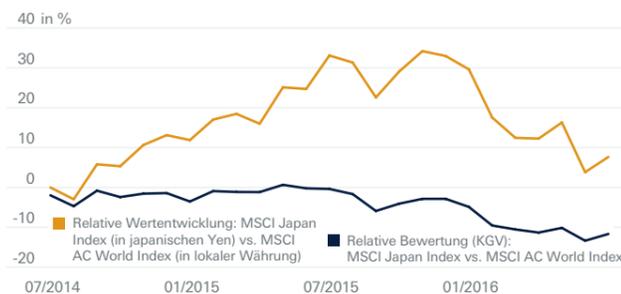
Aktien Europa

Kurzfristig lasten unter anderem Sorgen um den Brexit und den Bankensektor auf europäischen Aktien. Dadurch könnte sich der Bewertungsabschlag gegenüber dem US-Markt weiter auf hohem Niveau halten. Wir haben unsere Gewinn-schätzungen gekürzt, um das geringere Wirtschaftswachstum und die Belastung des Niedrigzinsumfelds auf Finanztitel zu reflektieren.



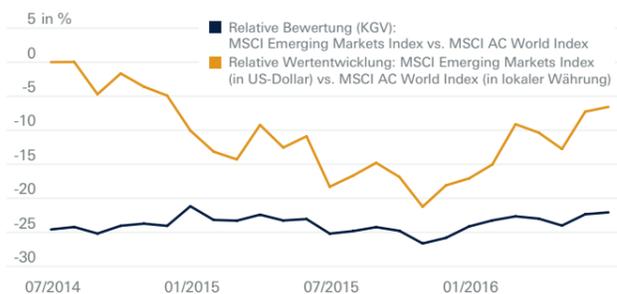
Aktien Japan

Das wirtschaftliche Umfeld und der starke Yen belasten japanische Aktien. Viele Unternehmen glänzen jedoch durch starke Bilanzen und Gewinne. Ebenso sehen wir deutliche Fortschritte bei der Corporate Governance. Zusammen mit der günstigen Bewertung spricht das für Japans Aktien, unter denen wir jetzt auch die exportorientierten Titel positiver sehen.



Aktien Schwellenländer

Schwellenländer profitieren von der verschobenen Zinserhöhung der US-Notenbank, den stabileren Rohstoffpreisen sowie der geringen Belastung durch das Brexit-Votum. Die Gewinne sollten sich 2017 wieder erholen, für das laufende Jahr könnten die Konsensschätzungen jedoch noch zu hoch sein. Weiter positiv könnten Lateinamerikas Unternehmen überraschen.



Quellen: FactSet Research Systems Inc., Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 21.07.2016

Prognosen in Zeiten volatiler Märkte

» Unsere Indexprognosen deuten auf wenig Kurspotenzial. Das heißt aber nicht, dass mit Aktien strategisch nichts anzufangen wäre. «

Eigentümlicherweise finden unsere CIO Days meist inmitten starker Marktschwankungen statt. Das führt dazu, dass sich die Kurspotenziale zwischen der Festlegung der Kursziele und ihrer Veröffentlichung beträchtlich verändern können. Am CIO Day sahen wir in vielen Märkten noch etwas Kurspotenzial. Doch die Erholungsrally ließ fast alle Indizes schnell überbewertet aussehen.

In dem Zusammenhang einige Worte zu unseren Prognosen: Eine Punktvorhersage auf Zwölfmonatssicht abzugeben ist nur eine Behelfslösung. Die Märkte werden unsere Zielstände mehrfach über- und unterschätzen. Ein unmittelbarer Hand-

lungsbedarf ergibt sich daraus noch nicht. Übertreibungen sind Bestandteil von Kapitalmärkten; Momentum ist eine nicht zu unterschätzende Kraft. Die für uns wichtigeren Bewegungen finden ohnehin unterhalb der Indexebene statt – bei Sektoren und Einzeltiteln. Die Kursziele dienen uns jedoch dazu, unsere Einschätzungen zu hinterfragen.

Gegenwärtig sehen wir nur wenig Aufwärtspotenzial. Wir würden weitere Stärken zum Positionsabbau nutzen. Es sei denn, unsere Gewinnprognosen, die unterhalb des Marktkonsens liegen, erweisen sich als zu konservativ. ■

Aktienmärkte (Indexstand in Punkten)	Aktuell*	➔	Juni 2017P Total Return (erwartet)**				
			Prognose	in %	Erwartetes Gewinnwachstum	Einfluss KGV-Veränderung	Dividendenrendite
USA (S&P 500 Index)	2.169	➔	2.100	-1,0	4%	-7%	2,2%
Europa (Stoxx Europe 600 Index)	341	➔	330	0,2	4%	-8%	3,5%
Eurozone (Euro Stoxx 50 Index)	2.979	➔	2.900	1,3	2%	-4%	3,9%
Deutschland (Dax) ¹	10.248	➔	10.300	0,5	-1%	-2%	3,2%
Vereinigtes Königreich (FTSE 100 Index)	6.724	↘	6.200	-4,3	7%	-13%	3,4%
Schweiz (Swiss Market Index)	8.227	➔	8.150	2,4	4%	-4%	3,4%
Japan (MSCI Japan Index)	785	↗	800	4,2	-1%	3%	2,3%
MSCI Emerging Markets Index (USD)	871	➔	830	-2,2	3%	-4%	2,4%
MSCI AC Asia ex Japan Index (USD)	528	➔	500	-3,0	1%	-3%	2,4%
MSCI EM Latin America Index (USD)	2.360	↘	2.100	-8,8	18%	-24%	2,2%

* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 26.07.2016

** Erwarteter Total Return enthält gegebenenfalls Zinsen, Dividenden und Kursgewinne.

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 07.07.2016.

¹ Performance-Index (enthält Dividenden)

Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragsersparungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragsersparungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

Immobilien bieten weiter interessante Aussichten

» Relativ zu Staatsanleihen liegen die Anfangsrenditen von Immobilien über dem historischen Schnitt – bei steigenden Mieten in den meisten Märkten. «



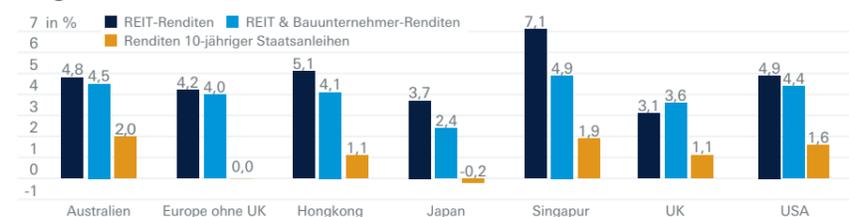
Mark G. Roberts,
Head of Research & Strategy,
Alternatives

Immobilien entwickeln sich am besten, wenn die Wirtschaft wächst und die realen Zinsen niedrig sind. Nach dem Brexit-Votum haben wir unsere Wachstumsprognosen leicht zurückgenommen, rechnen aber nicht mit steigenden Realzinsen. Die Renditeaussichten für Immobilien sind an vielen Märkten durchschnittlich bis überdurchschnittlich. In Großbritannien zeichnet sich eine Verlangsamung ab, aber Märkte wie Australien, Südkorea, Deutschland, Spanien und die USA bleiben aussichtsreich. Außer im britischen Markt sollte sich bei den Bewertungen wenig ändern. Die Anfangsrenditen sind stabil, während Staatsanleiherenditen gefallen sind. Da Angebot und Nachfrage bei Immobilien ausgewogen bleiben, haben wir den Ausblick vereinzelt angehoben. Das Angebotsrisiko bleibt deutlich unter dem Durchschnitt

– mit nur wenigen Ausnahmen wie Singapur, Houston, London und dem spätzyklischem Angebot an bestimmten australischen Märkten.

Ende August 2016 werden Immobilien als elfter Sektor in den von Indexanbietern verwendeten „Global Industry Classification Standard“ einbezogen. Dies dürfte längerfristig Volatilität und Korrelationen drücken. Generalisten dürften außerdem im Bereich Real Estate Investment Trust (REIT) um ca. 95 Milliarden US-Dollar untergewichtet sein, was unterstützend wirken könnte. REIT-Dividendenrenditen liegen jetzt bei 4,0 Prozent, bei freien Cashflow-Renditen von 5,0 Prozent. Historisch niedrige Auszahlungsquoten könnten Dividendenwachstum im oberen einstelligen Bereich ermöglichen. ■

Regionale Dividendenrendite



Quellen: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 24.06.2016

Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar. Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.07.2016

Brexit – eine politische UND eine Finanzkrise?

» Das unerwartete Ergebnis des britischen EU-Referendums dürfte für eine Reihe von Hedgefonds-Strategien Chancen bieten. «

Mutig dorthin zu gehen, wo noch kein Mensch zuvor gewesen ist.“ Das war einmal das Motto von Raumschiff Enterprise. Jetzt scheint sich dieses Motto auch eine dünne Mehrheit der britischen Wähler auf die Fahnen geschrieben zu haben. Theoretisch sollte diese Mission zwei Jahre dauern. Angesichts der etwa 40.000 Rechtsvorschriften, die die Beziehungen Großbritanniens zu seinen größten Handelspartnern regeln, könnte es eher eine fünfjährige Odyssee in unbekannte Galaxien werden.

In der Zwischenzeit dürfte die durch das unerwartete Ergebnis und den folgenden Verhandlungsprozess entstehende Unsicherheit für verschiedene Hedgefonds-Strategien eine Reihe interessanter Chancen eröffnen. Womit wir bei den längerfristigen Auswirkungen wären, nun, nachdem sich die erste Panik gelegt hat. Führen wir uns zunächst die aktuellen Rahmenbedingungen vor Augen. Die jüngsten Ereignisse bekräftigen unsere Ansicht, dass in den meisten Anlageklassen viel für strukturell höhere Volatilität spricht. Der

US-Dollar dürfte so lange profitieren, bis sich der künftige Kurs der Europäischen Union (EU) klarer abzeichnet. Riskantere Anlagen könnten durch die Bank ziemlich gebeutelt werden.

Welche Hedgefonds-Strategien könnten am besten für die neue Realität positioniert sein? Wohl diejenigen, die am liquidesten und am besten in der Lage sind, in unsicheren Zeiten Geld zu verdienen. Dazu gehören eindeutig diskretionäre Makrostrategien, die sich historisch bei riskanteren Märkten besser entwickeln, weil ihre Manager in der Regel eher bereit und in der Lage sind, ihr Engagement aggressiv umzuschichten. Auch durch den Zusammenbruch der Korrelationen zwischen den Anlageklassen dürften sich in diesem Bereich Gelegenheiten bieten. Commodity-Trading-Advisor-Strategien zählen ebenfalls zu den möglichen Gewinnern. Da wir weiterhin mit hoher Volatilität rechnen, dürften sie nach unserer Einschätzung auf absehbare Zeit vergleichsweise besser als andere Hedgefonds-Strategien abschneiden.



Tim Gascoigne,
Head of Hedge Fund Advisory

Alternative Anlagen sind nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar. Alternative Anlagen/Hedge Funds sind mit diversen Risiken behaftet. Der Handel illiquider Anlagen kann eingeschränkt sein. Das Produkt kann möglicherweise nur in eingeschränktem Maß auf Marktänderungen reagieren, und bei Liquidationen können negative Preisbewegungen auftreten.

Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar. Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 20.07.2016

Aktiver Umgang mit niedrigen Renditen und hoher Volatilität

» Die wichtigste Rolle spielen jetzt effektive taktische Asset-Allokation, sorgfältige Titelauswahl und Risikomanagement. «



Christian Hille,
Head of Multi Asset

Multi-Asset-Investoren stehen vor einem Umfeld, in dem statt der Wirtschaft vor allem die Sorgen über die langfristigen Auswirkungen der sehr lockeren Geldpolitik wachsen.

Auf absehbare Zeit spricht einiges dafür, dass die Renditen der Kernstaatsanleihen auf Rekordtiefs und die Aktienkurse nahe ihrer Höchststände bleiben könnten, während die Renditen auf Unternehmensanleihen wohl weiter fallen. Kurzum: Wir befinden uns in einem Anlagezyklus, in dem die Preisveränderungen einiger Anlageklassen und das Wirtschaftswachstum nicht synchron verlaufen. Niedrigere effektive Renditen werden zudem von hoher Volatilität begleitet. Dies ist am einfachsten anhand des klassischen „Effizienzlinien“-Diagramms darzustellen, das für ein bestimmtes Risikoniveau die höchste Rendite und umgekehrt angibt. Abb. 1 zeigt, dass sich diese Linie im Lauf der Zeit nach unten verschoben hat – um eine bestimmte Rendite zu erzielen, müssen Anleger immer höhere Risiken in Kauf nehmen. Ein einfaches hypothetisches Beispiel zeigt dies noch drastischer: 2004 konnte ein Portfolio aus 85 Prozent Renten und nur 15 Prozent Aktien eine Rendite

von 4 Prozent erzielen. Jetzt müssten etwa 50 Prozent in Aktien investiert werden, um diese Rendite auch nur annähernd zu erreichen – bei doppelt so hoher erwarteter Volatilität. Die Diversifizierung des Portfolios ist in diesem Zyklus sehr problematisch geworden. Die natürlichen Stützen dabei – festverzinsliche Staatsanleihen – sind jetzt Anlagen mit null Rendite und negativer Konvexität. Auch die Korrelation zwischen den Anlageklassen hat sich deutlich erhöht und nähert sich eins, wenn die Risikoaversion gerade besonders hoch ist (Abb. 2).

Das Verhältnis von Ertrag und Risiko ändert sich

Daher sollten Multi-Asset-Investoren ihre Strategie neu kalibrieren. In den letzten 5-10 Jahren dürfte die strategische Asset-Allokation 80 Prozent der Performance eines Portfolios ausgemacht haben. Dagegen können heute eine effektive taktische Asset-Allokation, sorgfältige Titelauswahl und Risikomanagement mindestens 50 Prozent ausmachen. In dieser neuen, aktiven Multi-Asset-Welt kommt es auch darauf an, sich gelegentlich gegen den Marktrend zu positionieren, auf Risikoprämien- oder Style-Investing zu setzen

und natürlich sorgfältige Auswahl zu treffen. Umsetzung und Gewichtung der einzelnen Elemente ändern sich im Lauf der Zeit. Unser aktueller Ansatz: Da Aktien den größten Beitrag zum Portfoliorisiko leisten, sollte wohl leicht weniger strategisches Risiko als üblich eingegangen werden – zugunsten eines besseren Risikomanagements und eines ausreichend großen Risikobudgets, um bei größeren Verkaufswellen einzusteigen.

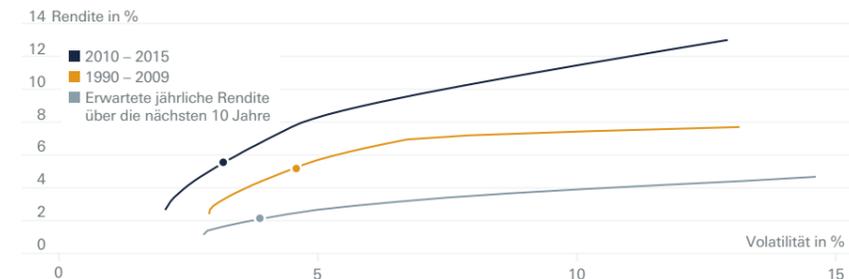
Diversifizierung über Styles kann Wert steigern

Bei Aktien ist aufgrund des begrenzten Spielraums nach oben und hoher erwarteter Volatilität der Schwerpunkt auf den richtigen Aktien-Style (d.h. Anlagekriterien) zu legen. Interessant erscheinen Dividendenpapiere und Strategien zur Minimierung der Volatilität/Varianz. Abb. 3 zeigt die längerfristigen Risikoprämien verschiedener Aktien-Styles. Festverzinsliche „Carry“-Anlagen (d.h. Anlagen mit akzeptabler Rendite) dürften in den nächsten Monaten interessanter sein als Aktien. Verstärkt einbezogen werden sollten US-Investment-Grade-, Euro-Hochzins- und Schwellenländer-Hartwährungsanleihen. Dieses Umfeld erfordert eine globale Diversifizierung, zu der auch Investitionen in den USA gehören – und nicht zu vergessen Wechselkursgeschäfte, die aktiv für Risiko – und mögliche Renditen – gemanagt werden. ■

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 25.07.2016

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 25.07.2016

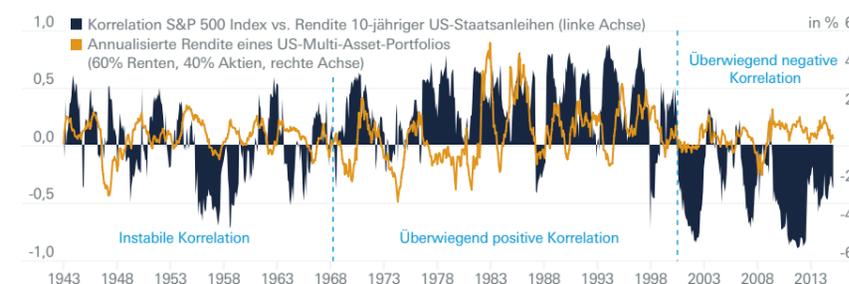
Ein neuer Zyklus: Niedrigere Renditen für dasselbe Risiko¹
Die Anleger müssen wohl ihre Risikobudgets oder strategische Allokation anpassen.



Quellen: Morgan Stanley Research, Bloomberg Finance L.P.; Stand: 11/2015

Diversifizierung wird immer schwieriger

Nach zuletzt überwiegend negativer Anleihen-Aktien-Korrelation beginnt jetzt eine neue Phase positiver Korrelation



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Global Financial Data, Robert Shiller, Goldman Sachs Global Investment Research; Stand: 12/2015

Starke Performance und Streuung zwischen Aktien-Style-Faktoren²
Minimum-Volatilität- und Momentum-Strategien haben 2016 besser abgeschnitten als Value und Small Caps; alle schlugen den MSCI World Index.



Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 15.07.2016

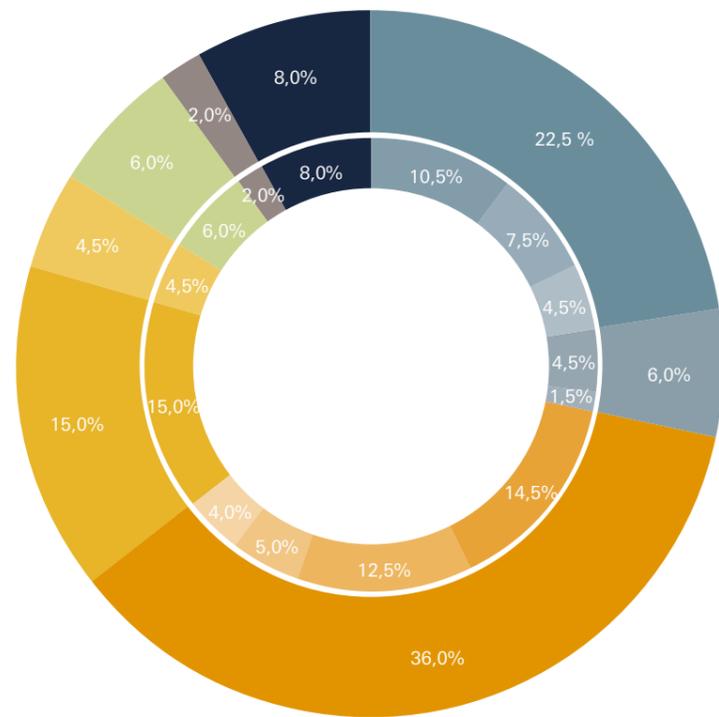
¹ Verhältnis von Risiko zu Ertrag für ein Portfolio aus US-Aktien, 10-jährigen US-Treasuries, US-Investment-Grade-Anleihen, US-Hochzinsanleihen
² Relative Performance von Aktien-Style-Faktor-Indizes ggü. dem marktkapitalisierungsgewichteten MSCI World Index

Anleihen sind – vorerst – Aktien vorzuziehen

» Regionale Präferenzen bei Aktien spiegeln politische und wirtschaftliche Bedenken wider.«

Über drei Monate sehen wir weiter bei Unternehmensanleihen ein besseres Risiko-Renditeverhältnis als bei Aktien. Aus diesem Grund empfiehlt sich vorerst die Beibehaltung einer etwas defensiveren Positionierung mit einem Untergewicht in Aktien. Die politische und wirtschaftliche Unsicherheit dürfte sich unverändert auf Europa konzentrieren. Daher untergewichten wir europäische Aktien, sehen aber weiter Chancen in Japan und honorieren das anhaltende Momentum in den Wachstumsländern. Unsere Allokation in Aktien aus den USA und Asien (ohne Japan) bleibt neutral. Unser Übergewicht bei festverzinslichen

Anleihen insgesamt liegt vor allem in den Bereichen Investment-Grade- und Hochzinsanleihen. Bei Rohstoffen sind wir neutral. Alternatives werden derzeit eher untergewichtet. Wir gehen weiterhin von einer Aufwertung des US-Dollar aus, den wir deshalb gegenüber Euro und Yen übergewichten. ■



Industrielländer	
USA	10,5%
Europa	7,5%
Japan	4,5%
Schwellenländer	
Asien ex Japan	4,5%
Lateinamerika	1,5%
Fixed Income: Unternehmensanleihen	
Euro Investment Grade	14,5%
US Investment Grade	12,5%
Euro-Hochzinsanleihen	5,0%
US-Hochzinsanleihen	4,0%
Fixed Income: Staatsanleihen	
USA	15,0%
Fixed Income: Anleihen Schwellenländer	
Schwellenländer (in Hartwährung)	4,5%
Wandelanleihen (Euro-abgesichert)	
Wandelanleihen	6,0%
Liquidität	
Liquidität	0,0%
Rohstoffe	
Rohstoffe	2,0%
Alternative Anlagen	
Alternative Anlagen	8,0%

Die hier dargestellte Vermögensaufteilung entspricht einem ausgewogenen 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, Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 13.07.2016

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragsersparungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 25.07.2016

Sieht gut aus – auf den ersten Blick

» Entwicklung der Makroindikatoren gibt Anlass zu vorsichtigem Optimismus, aber Unsicherheiten bleiben. «

Derzeit ergeben alle drei unserer Multi-Asset-Indikatoren ein relativ ermutigendes Bild. Dies reflektiert weitgehend die langsame, aber stetige Verbesserung des makroökonomischen Umfelds sowie die optimistische Markterwartung weiterer Liquidität durch die Zentralbanken. Der Surprise-Indikator ist seit Ende Mai positiv, angestoßen durch positive Überraschungen aus der Eurozone. Auch in Asien und den USA übertrafen die jüngsten Daten die Erwartungen. Die allgemein positive Entwicklung im Makro-Indikator seit März ist hauptsächlich auf bessere Handelsdaten, globale Einkaufsmanagerindizes, robuste Arbeitsmarktdaten und steigende Rohstoffpreise zurückzuführen. Hierin zeigt sich eine breit angelegte Besserung. Unser dritter Gradmesser ist der Risiko-Indikator, der sich nach einer sehr volatilen Phase seit kurzem im Plus befindet. Hierin zeigt sich die veränderte Risikostimmung. Alles in allem werden die Finanzmärkte von reichlicher Liquidität und Unterstützung durch die Zentralbanken getrieben. Auch unsere Indikatoren werden teilweise durch die Geldpolitik bestimmt. Sie liefern aber auch eine sehr wertvolle fundamentale Gegenprobe zur Einschätzung der Märkte. In diesem Sinn sind sie eine Ergänzung zu anderen Instrumenten der Finanzmarktanalyse. ■

Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.07.2016

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragsersparungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 25.07.2016



Konsumentenvertrauen, Handelsstatistiken, Arbeitslosenzahlen: In den Makro-Indikator fließt eine Vielzahl von Daten ein.



Unser Risiko-Indikator ist ein Gradmesser für die aktuelle Risikoneigung der Teilnehmer an den Finanzmärkten.



Der Surprise-Indikator misst, wie stark Konjunkturdaten von den Erwartungen abweichen.

CROCI: Auf der Suche nach steigenden Umsätzen

» 2015 war mit Blick auf die Ertragssteigerung von Unternehmen ein verlorenes Jahr. Weltweit verzeichneten 46 Prozent negatives Umsatzwachstum; keine einzige Region konnte sich deutlich vom Trend abkoppeln. «

Zu Beginn des Jahres waren die Analysten noch optimistisch. Von den von uns erfassten 825 Unternehmen rechneten 83 Prozent mit höheren Umsätzen; jetzt sind es nur noch 57 Prozent. Wir können uns an keine Zeit erinnern, in der die Umsätze so vieler Unternehmen so lange stagniert sind.

Umsatzwachstum ist von großer Bedeutung, wird aber häufig ignoriert. Bei rückläufigen Erträgen investieren Unternehmen nicht, sondern versuchen, ihre Ausgaben zu drücken. Für die Wirtschaft insgesamt wird damit Wachstum nach hinten geschoben, wodurch Umsätze noch stärker unter Druck geraten. Ein Teufelskreis. Daher überrascht es nicht, dass der Internationale Währungsfonds das globale Wachstum nach unten korrigiert, während zeitgleich die Staatsanleiherenditen neue Rekordtiefs erreicht haben. Der Markt befürchtet offenbar weltweit Stagnation.

Die CROCI® Investment Strategy and Valuation Group ist verantwortlich für die Entwicklung der CROCI® Strategie sowie für die Berechnung der CROCI® ökonomischen KGV. Sie ist nicht für das Fondsmanagement verantwortlich und tritt im Verhältnis zu den Fonds oder den Investoren des Fonds nicht als Treuhänder in Erscheinung.

Die Aktienmärkte erweisen sich gegen diese Korrekturen nach unten überraschend resistent. Seit Jahresbeginn ist das globale ökonomische Kurs-Gewinn-Verhältnis (öKGV) von 27,3 auf 32,6 gestiegen. Angesichts der Turbulenzen in Schwellenländern wie der Türkei, Brasilien und China sowie der Unsicherheit in den Industrieländern (z.B. Brexit,

Turbulenzen bei europäischen Finanzwerten) hätte die Volatilität noch höher ausfallen können.

Eine Erklärung liegt in der Stützung der Aktienmärkte durch fallende Anleiherenditen. Deutlich wird dies etwa an 10-jährigen US Treasuries, deren Rendite jetzt niedriger ist als die Dividendenrendite des S&P 500 Index. Nach unserer Analyse sind für US-Unternehmen insgesamt die finanziellen Verbindlichkeiten zuletzt gesunken und die Rentabilität gestiegen. Die Dividenden sollten also relativ sicher sein.

Insofern liegt der Schluss nahe, dass Anleger es sich leisten können, auf Dividendenzahlungen zu setzen und abzuwarten, bis sich die ökonomischen Gewinne der Unternehmen (die seit 2010 stagnieren) erholen. Dann sollten Aktien gegenüber Anleihen im Vorteil sein. Dies stimmt mit den Ergebnissen unserer Analyse von 2013 überein: seit 2000 steigen Aktien meist, wenn Anleiherenditen steigen.¹

Die Suche nach Bewertungsasymmetrien zwischen Regionen wird zunehmend schwierig. Japan erlebte bei den Erträgen die stärksten Korrekturen nach unten, ist aber von der Bewertung gemessen am öKGV her am interessantesten. Dieses liegt im Median bei 26,9

gegenüber 30,0 für die USA, 30,1 für Europa und 32,0 für Schwellenländer.

Schwellenländer hatten 2016 die bessere Performance im Vergleich zu Industrienationen. Trotzdem, in dieser Region werthaltige Einzeltitel nach unseren Maßstäben zu finden bleibt schwierig. Eine positive Einschätzung ist nahezu nur auf Basis von aggregierten Daten möglich. So scheinen einige Unternehmen endlich die Investitionen zurückzuführen, ein Schritt hin zu einer nachhaltigen Wertschöpfung. Aber die jüngsten Ankündigungen über eine Neubelebung von Investitionen im Unternehmenssektor nähren Zweifel, ob wirklich verstanden wurde, dass unproduktive Anlagen niemandem nutzen. Auf Basis unserer rein fundamentalen Analyse der Unternehmen sollte eine positive Performance eher kurzfristiger Natur sein.

CROCI – ein ökonomisches Bewertungsmodell

CROCI ist eine bereits 20 Jahre alte proprietäre Aktienbewertungsmethode der Deutschen Bank. Die Bewertung eines Unternehmens erforderte stets eine vollständige Fundamentalanalyse. Das Ziel des CROCI-Prozesses ist die gründliche und fortlaufende Einschätzung der ökonomischen, im Gegensatz zur rein bilanziellen, Bewertung von Unternehmen, Branchen und Märkten. Dieser systematische, objektivierte Prozess soll dabei helfen, fundamental attraktive Aktien zu identifizieren. ■

¹ The appeal of equities and dividends if bond yields rise (Die Attraktivität von Aktien und Dividenden, wenn Anleiherenditen steigen), 7. Mai 2013

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.07.2016

Anteil der Unternehmen mit negativem Ertragswachstum

2016 ist die Zahl der Unternehmen mit negativem Umsatzwachstum deutlich gestiegen.

	2015	2016E	Δ dieses Jahr ²
USA	52%	38%	22%
Europa	35%	41%	22%
Japan	44%	66%	46%
Schwellenländer	48%	44%	22%
Global	46%	43%	26%

Quellen: CROCI, Deutsche Bank AG Filiale London, E = Erwartung; Stand: 15.07.2016

² Prozentuale Veränderung der Anzahl von Unternehmen, von denen 2016 negatives Ertragswachstum erwartet wird (ggü. Erwartungen zum Jahresbeginn)

Mittleres ökonomisches KGV nach Konsensprognosen 2016

Bewertungen in Japan am billigsten, Konvergenz in den USA und Europa, sehr weite Streuungen innerhalb der Regionen

	Markt	Billigere Hälfte	Billigstes Dezil
USA	30,0	24,7	17,1
Europa	30,1	24,1	16,7
Japan	26,9	19,5	14,5
Schwellenländer	32,0	21,9	11,4

Median-öKGV der von CROCI erfassten Unternehmen

Quellen: CROCI, Deutsche Bank AG Filiale London; Stand: 21.07.2016

Dividendenrendite des S&P 500 Index über US-Staatsanleiherenditen

US-Treasury-Renditen nahe am Allzeittief spiegeln die schlechteren Wachstumsaussichten wider.



Quellen: CROCI, Deutsche Bank AG Filiale London, Bloomberg Finance L.P.; Stand: 21.07.2016

Makro | Auf solidem Wachstumspfad

BIP-Wachstum in % (zum Vorjahr)

	2016P		2017P
USA	1,8	↗	2,0
Eurozone	1,4	↘	1,2
Vereinigtes Königreich	1,3	↘	0,8
Japan	0,5	↗	0,7
China	6,3	↘	6,0
Welt	3,3	→	3,4

Haushaltsdefizite in % des BIP

	2016P		2017P
USA	-3,0	↗	-3,2
Eurozone	-1,9	→	-1,9
Vereinigtes Königreich	-3,3	→	-3,3
Japan	-6,0	↘	-5,2
China	-2,4	↗	-2,5

Inflation in % (zum Vorjahr)

	2016P		2017P
USA ¹	1,6	↗	1,8
Eurozone	0,3	↗	1,6
Vereinigtes Königreich	0,7	↗	2,6
Japan	-0,2	↗	0,2
China	2,0	↘	1,5

Leistungsbilanz in % des BIP

	2016P		2017P
USA	-2,7	↘	-2,8
Eurozone	2,9	↘	2,7
Vereinigtes Königreich	-3,9	↗	-3,5
Japan	2,8	↘	2,5
China	2,5	→	2,5

Leitzinsprognosen in %

	Aktuell*		Juni 2017P
USA	0,25-0,50	↗	0,75-1,00
Eurozone	0,0	→	0,0
Vereinigtes Königreich	0,5	↘	0,1
Japan	0,0	→	0,0

Rohstoffe in US-Dollar

	Aktuell*		Juni 2017P
Erdöl (WTI)	44	↗	55
Gold	1.320	↗	1.390
Silber	20	→	20
Kupfer (LME)	4.930	↘	4.600
Aluminium (LME)	1.592	↘	1.500

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 07.07.2016.

* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 26.07.2016

Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

WTI = West Texas Intermediate, LME = London Metal Exchange

Anleihen | Auf längere Sicht niedriger

	Aktuell*		Juni 2017P
USA			
US-Staatsanleihen (2 Jahre)	0,75%	↗	1,00%
US-Staatsanleihen (10 Jahre)	1,56%	↗	1,70%
US-Staatsanleihen (30 Jahre)	2,28%	→	2,35%
US-Kommunalanleihen	93%	→	93%
US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen	135 bp	↘	125 bp
US-Hochzinsanleihen	521 bp	↗	620 bp
Besicherte Anleihen: Mortgage Backed Securities ¹	98 bp	→	100 bp
Europe			
Deutsche Bundesanleihen (2 Jahre)	-0,61%	↗	-0,50%
Deutsche Bundesanleihen (10 Jahre)	-0,03%	↗	0,25%
Deutsche Bundesanleihen (30 Jahre)	0,46%	↗	0,75%
UK-Staatsanleihen (10 Jahre)	0,82%	↗	1,00%
EUR Investment-Grade-Unternehmensanleihen ²	122 bp	→	120 bp
EUR Hochzinsanleihen ²	428 bp	↗	500 bp
Besicherte Anleihen: Pfandbriefe	6 bp	↗	10 bp
Italienische Staatsanleihen (10 Jahre) ²	128 bp	↘	110 bp
Spanische Staatsanleihen (10 Jahre) ²	114 bp	→	120 bp
Asien-Pazifik			
Japanische Staatsanleihen (2 Jahre)	-0,33%	→	-0,30%
Japanische Staatsanleihen (10 Jahre)	-0,25%	↗	-0,10%
Asiatische Unternehmensanleihen	250 bp	↗	290 bp
Global			
Schwellenländer-Staatsanleihen	359 bp	↗	400 bp
Schwellenländer-Unternehmensanleihen	384 bp	→	385 bp

* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 26.07.2016

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 07.07.2016; bp = Basispunkte

¹ Spread Current Coupon vs. 7-jährige US-Staatsanleihen

² Spread bezogen auf deutsche Bundesanleihen

Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

Währungen

	Aktuell*		Juni 2017P
EUR vs. USD	1,10	↘	1,05
USD vs. JPY	105	↗	108
EUR vs. GBP	0,84	→	0,84
GBP vs. USD	1,31	↘	1,25
USD vs. CNY	6,67	↗	6,90

* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 26.07.2016

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 07.07.2016.

Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragsersparungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragsersparungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

Aktien | Wenig Kurspotenzial

Aktienmärkte (Indexstand in Punkten)	Aktuell*	➔	Juni 2017P Total Return (erwartet)**				
			Prognose	in %	Erwartetes Gewinnwachstum	Einfluss KGV-Veränderung	Dividendenrendite
USA (S&P 500 Index)	2.169	➔	2.100	-1,0	4%	-7%	2,2%
Europa (Stoxx Europe 600 Index)	341	➔	330	0,2	4%	-8%	3,5%
Eurozone (Euro Stoxx 50 Index)	2.979	➔	2.900	1,3	2%	-4%	3,9%
Deutschland (Dax) ¹	10.248	➔	10.300	0,5	-1%	-2%	3,2%
Vereinigtes Königreich (FTSE 100 Index)	6.724	↘	6.200	-4,3	7%	-13%	3,4%
Schweiz (Swiss Market Index)	8.227	➔	8.150	2,4	4%	-4%	3,4%
Japan (MSCI Japan Index)	785	↗	800	4,2	-1%	3%	2,3%
MSCI Emerging Markets Index (USD)	871	➔	830	-2,2	3%	-4%	2,4%
MSCI AC Asia ex Japan Index (USD)	528	➔	500	-3,0	1%	-3%	2,4%
MSCI EM Latin America Index (USD)	2.360	↘	2.100	-8,8	18%	-24%	2,2%

* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 26.07.2016

** Erwarteter Total Return enthält gegebenenfalls Zinsen, Dividenden und Kursgewinne.

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 07.07.2016.

¹ Performance-Index (enthält Dividenden)

Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

So berechnen wir unsere Kursziele

Basis bei der Berechnung des Kursziels sind der aktuelle Indexstand, die erwartete Veränderung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) und die erwartete Entwicklung der Unternehmensgewinne. Ein steigendes KGV sowie steigende Gewinne der im Index enthaltenen Unternehmen führen

zu einer Kurszielerhöhung. Ein fallendes KGV und fallende Gewinne führen zu einer Kurszielreduzierung. Faktoren, die das KGV beeinflussen, sind unter anderem das Zinsumfeld, die Wachstumsaussichten sowie die Risikoeinschätzung der Marktteilnehmer.



Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 07/2016

Das Chief Investment Office ...

... steht unter der Leitung von Stefan Kreuzkamp, Global CIO Deutsche Asset Management

... ist zentraler Bestandteil des Deutsche Asset Management Investment-Prozesses

... führt die Expertise der globalen Investmentplattform der Deutschen Asset Management zu einer konsistenten Konjunktur- und Markteinschätzung zusammen

... agiert als Schnittstelle zwischen dem Portfolio Management, den Research-Teams sowie dem Vertrieb

... entwickelt den globalen Investment-Ausblick – den CIO View.

“ Unsere breite geographische und thematische Aufstellung ermöglicht uns eine qualitative Abdeckung der verschiedenen Vermögensklassen, die in der Branche Ihresgleichen sucht. ”

Stefan Kreuzkamp, Chief Investment Officer

Die Deutsche Asset Management¹...

... gehört mit einem verwalteten Vermögen von rund 719 Mrd. Euro (Stand 30. Juni 2016) zur Gruppe der weltweit führenden Vermögensverwalter

... bietet Privatanlegern und Institutionen eine breite Palette an traditionellen und alternativen Investmentlösungen über alle Anlageklassen

... eröffnet mit ihrem Produkt- und Lösungsangebot einen flexiblen Zugang zu einem großen Spektrum an Investmentmöglichkeiten – von Fondslösungen bis hin zu maßgeschneiderten Kundenportfolios.

¹ Deutsche Asset Management ist der Markenname für den Geschäftsbereich Asset Management der Deutsche Bank AG und ihrer Tochtergesellschaften. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der Deutschen Asset Management anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 26.07.2016

Glossar

» Hier erklären wir zentrale Begriffe aus dem CIO | VIEW. «

(Eurozonen-)Peripherie – Länder der Eurozone, die in ihrer wirtschaftlichen Entwicklung den Ländern Kerneuropas (wie Deutschland oder die Niederlande) hinterherhinken. Neben Irland und Portugal sind dies ans Mittelmeer grenzende Länder wie Griechenland, Italien und Spanien

Anleihekaufprogramm – Vgl. Quantitative Easing

Außenbeitrag – Wert der Differenz zwischen Aus- und Einfuhren in Form von Waren und Dienstleistungen

Banca d'Italia – Zentralbank Italiens und Teil des Europäischen Systems der Zentralbanken

Bank of England (BoE) – Zentralbank Großbritanniens

Bank of Japan (BOJ) – Japans Zentralbank

Barclays US Corporate High Yield Index – Index von Barclays, der den US-Dollar-denominierten Markt für hoch- und festverzinsliche Unternehmensanleihen abbildet

Basispunkt (bp) – entspricht 1/100 Prozent

BofA Merrill Lynch Euro Non-Financial High Yield Constrained Index – Index, der in Euro denomierte Hochzinsanleihen von Emittenten außerhalb des Finanzsektors abbildet, die Gewichtung jedes einzelnen Emittenten aber auf 3% limitiert

Brexit – Kunstwort bestehend aus Britain und Exit zur Beschreibung eines möglichen 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

Bundesbank – Deutsche Zentralbank und Teil des Europäischen Systems der Zentralbanken

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

Commodity Trading Advisor (CTAs) – Auch bekannt als „Managed-Futures-Fonds“; hauptsächlich computergetriebene, systematische, verschiedenen Trends folgende Hedgefonds-Vehikel, deren Manager unterschiedliche Strategien unter Benutzung von Futureskontrakten, Optionen auf Futureskontrakte und Währungs-Termingeschäften verfolgen

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

Corporate Sector Purchase Programme (CSPP) – Programm zum Ankauf von Unternehmensanleihen durch die Europäische Zentralbank mit dem Ziel, die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen innerhalb der Eurozone zu verbessern

CROCI – 1996 durch die Deutsche Bank Global Equity Valuation Group entwickeltes unternehmenseigenes, fundamentales Bewertungsmodell für Aktien

Diskretionäre Makrostrategien/-fonds – Handelsstrategien/-fonds basierend auf den Einschätzungen zu makroökonomischen Ereignissen

Diversifikation – Veranlagung in unterschiedliche Vermögenswerte mit dem Ziel, ein Gesamtportfolio mit niedrigerem Risiko und höherer Rendite zu erhalten unter der Annahme, dass sich die Preise der Vermögenswerte nicht im Gleichschritt verändern und sich so die Risiken ausgleichen

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

Eigenkapitalrendite – Nachsteuergewinn im Verhältnis zum Eigenkapital

EUR/USD – Abkürzung für den Wechselkurs vom US-Dollar zum Euro

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

Europäische Union (EU) – Politische und wirtschaftliche Gemeinschaft 28 europäischer Staaten

Europäische Zentralbank (EZB) – Zentralbank der Eurozone

Eurosystem – System bestehend aus den nationalen Zentralbanken der Staaten, welche den Euro als Zahlungsmittel eingeführt haben, sowie der Europäischen Zentralbank

Eurozone (Euroraum) – Umfasst die 19 Staaten der EU, in denen der Euro gesetzliches Zahlungsmittel ist: Bel-

gien, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien, Spanien und Zypern

Exchange Traded Funds (ETF) – Als einzelnes Wertpapier an der Börse handelbarer Fonds

Freie Mittel / Free Cash Flow – Finanzielle Mittel, die ein Unternehmen aus laufender Geschäftstätigkeit und nach Ausgaben für (in der engeren Fassung nur Ersatz-) Investitionen erzielt, die somit Eigen- und Fremdkapitalgebern frei zur Verfügung stehen

Fundamentale Analyse – Analyse eines Unternehmens auf Basis von betriebswirtschaftlichen Daten und dem ökonomischen Umfeld

Generischer Zinssatz – Zinssatz, der sich nicht auf eine einzelne Anleihe bezieht, sondern sich generell für alle Anleihen, die die gegebenen Kriterien erfüllen, ergibt

Global Industry Classification Standard (GICS) – Vierstufiges Schema zur hierarchischen Klassifikation von Unternehmen in wirtschaftliche Sektoren und Untersektoren

Hedge Fonds – Alternative Investmentfonds, die einer weniger strengen Regulierung unterliegen und dadurch einen hohen Handlungsspielraum besitzen

Helikopter-Geld – Große Menge an Geld, die direkt oder indirekt von der Zentralbank an die Öffentlichkeit verteilt wird, um die Wirtschaft anzukurbeln

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

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

Illiquidität – Fehlende Liquidität

Inflation – Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

Internationaler Währungsfonds (IWF) – Sonderorganisation der Vereinten Nationen, die Kredite an Länder ohne ausreichende Währungsreserven vergibt und die die Zusammenarbeit in der Währungspolitik, die Wechselkursstabilität und den Welthandel fördert

Investment-Grade – Englischer Oberbegriff für Ratings von Anleihen bester bis mittlerer Bonität

J.P. Morgan Corporate Emerging Markets Bond Composite Blended Spread Index – Index, der den Spread der liquiden US-Dollar-denominierten Unternehmensanleihen aus Schwellenländern gegenüber US-Staatsanleihen der gleichen Laufzeit abbildet

J.P. Morgan Emerging Markets Bond Global Diversified Sovereign Spread Index – Index, der den Spread der liquiden US-Dollar-denominierten Staatsanleihen aus Schwellenländern gegenüber US-Staatsanleihen der gleichen Laufzeit abbildet. Die "diversifizierte" Indexmethodologie limitiert die Gewichtung derjenigen Länder mit größeren Schuldenständen

Konsensschätzungen – Rechnerischer Durchschnitt der Schätzungen verschiedener Analysten

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

Leistungsbilanz – Umfasst die internationalen Güter- und Dienstleistungsströme, die Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie die laufenden Über-

tragungen des Inlands gegenüber dem Ausland; Teil der Zahlungsbilanz

Leistungsbilanzüberschuss – In der Summe positiver Saldo der Handelsbilanz, Dienstleistungsbilanz, Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen und der Übertragungsbilanz

Leitzins – Von einer Zentralbank festgelegter Zinssatz, zu dem Banken bei dieser Reserven leihen oder anlegen können

Liquidität – Wird in zwei Zusammenhängen benutzt: Die von Zentralbanken dem Finanzsystem zur Verfügung gestellten zusätzlichen liquiden Mittel oder die Möglichkeit, Vermögenswerte schnell und in großem Umfang verkaufen zu können

LTROs / Targeted LTROs (TLTROs) – Refinanzierungsmöglichkeiten der EZB, die darauf abzielen, zusätzliche und längerfristige Refinanzierungen für den Finanzsektor bereitzustellen. TLTROs sind dazu gedacht, die Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmen außerhalb des Finanzsektors anzuregen bzw. zu fördern

Median – Bei einer Gruppe von Zahlen derjenige Wert, bei dem exakt die Hälfte der Zahlen größer bzw. kleiner ist

Momentum – Beschreibt eine Kursbewegung, die den Trend des vorhergegangenen Zeitraums weiterführt

MSCI AC World Index – Aktienindex, der Unternehmen aus 23 Industrie- und 23 Entwicklungsländern enthält

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

MSCI Emerging Markets Index – Aktienindex, der große und mittelgroße notierte Unternehmen der Schwellenländer abbildet

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

MSCI World Index – Index, der mehr als 1.600 große und mittelgroße notierte Unternehmen aus 23 entwickelten Industrienationen beinhaltet

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

Negative Konvexität – Die Veränderung von Anleihepreisen aufgrund von Zinsänderungen folgt in der Regel einer Kurve mit konvexer Krümmung. Dies bedeutet, dass die tatsächliche Preisänderung einer Anleihe aufgrund fallender Renditen höher, und bei steigenden Renditen geringer ausfällt als unter Annahme einer linearen Kurve. Bei negativer Konvexität wird dieser Effekt umgekehrt, die tatsächliche Preissteigerung der Anleihe ist dann bei fallenden Renditen geringer, als es eine lineare Abhängigkeit vorgeben würde und tendiert ab einem gewissen Punkt sogar gegen Null. In der Praxis trifft das in erster Linie auf kündbare Anleihen zu

OAS – Der optionsbereinigte Spread (OAS) ist eine gängige Kennzahl für Anleihen mit eingebetteter Option (Call oder Put). Diese Kennzahl macht die Rendite solcher Instrumente besser vergleichbar mit Anleihen ohne eingebettete Option

Ökonomisches Kurs-Gewinn-Verhältnis (öKGV) – Ein im Rahmen der CROCI-Berechnung entwickeltes Kurs-Gewinn-Verhältnis, das auf ökonomischen statt auf traditionellen Bilanzierungskennzahlen basiert. Es ist das Verhältnis zwischen dem Tobin's Q des Unternehmens (Marktwert aller Vermögenswerte geteilt durch deren ökonomischen Wiederbeschaffungswert) und der bereinigten Rendite seiner gesamten ökonomischen Vermögenswerte

Performance – Wertentwicklung

Quantitative Easing (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

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

Risikoaversion – Begriff der Entscheidungstheorie, der die Risikoabneigung von Marktteilnehmern beschreibt

Risikobudget – Legt die maximale Verlustobergrenze eines Anlegers fest

Risikoprämie – Erwartete Rendite einer Anlage abzüglich dem risikofreien Zinssatz

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

Saldenmechanik – Volkswirtschaftliches Konzept, das bestimmte wirtschaftswissenschaftliche Zusammenhänge mit Hilfe von Salden erklärt (im Gegensatz zur Nutzung von Modellen, die auf Annahmen beruhen)

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

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

Tapering – Zurückfahren des Ankaufs von Wertpapieren durch die Notenbank

Target2 – Zahlungsverkehrssystem zur Abwicklung grenzüberschreitender Zahlungsströme zwischen den Staaten der Eurozone

Überkapazität – Bezieht sich auf die Produktionsfaktoren in einer Volkswirtschaft, die aufgrund geringerer Nachfrage nicht genutzt werden können

Überschussliquidität – Die von Geschäftsbanken bei der Notenbank hinterlegten Einlagen, die über die regulatorischen Mindestreserven hinausgehen

US Federal Reserve Board (Fed) – Zentralbank der USA

US Treasuries – US-amerikanische Staatsanleihen

US-Dollar (USD) – Währungseinheit der USA

Volatilität – Standardabweichung einer Kursveränderung vom Mittelwert der Kursveränderungen in einem Zeitintervall; gibt die Schwankungsintensität eines Wertpapiers an und wird daher als Kenngröße für das Risiko verwendet

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

Yen (JPY) – Japanische Währung

Zinswende – Häufig gebrauchte Bezeichnung für den Zinsrichtungswechsel einer Zentralbank

Risikohinweise

Investitionen können Anlagerisiken unterliegen, die u.a. Marktfluktuationen, Regulationsänderungen, möglichen Verzug von Zahlungen und Verlust von investiertem Einkommen und Kapital beinhalten. Der Wert der Anlagen kann sowohl steigen als auch fallen. Es ist zudem möglich, dass Sie den ursprünglich investierten Betrag zu keinem Zeitpunkt zurück erhalten.

Anlagen im Ausland – Die Länder, in denen diese Anlagen platziert sind, könnten sich als politisch und/oder wirtschaftlich instabil herausstellen. Zudem wird der Wert von Anlagen in ausländische Wertpapiere oder andere Vermögenswerte durch etwaige Schwankungen in den Wechselkursen beeinflusst und jegliche Restriktion, die zur Verhinderung von Kapitalflucht erlassen wird, könnte es schwieriger oder gar unmöglich machen, ausländische Währung zu wechseln oder zurückzuführen.

Wechselkurs/ Ausländische Währung – Solche Transaktionen umfassen eine weite Bandbreite an Risiken, welche u.a. Währungs- und Abwicklungsrisiken enthalten. Wirtschaftliche oder finanzielle Instabilität, das Fehlen von fristgerechten und/oder zuverlässigen Auskünften über die finanzielle Situation sowie nachteilig verlaufende Entwicklungen politischer oder rechtlicher Natur könnten die Konditionen, Bedingungen, Marktfähigkeit und/oder den Preis einer ausländischen Währung substantiell und nachhaltig verändern. Verluste und Gewinne in ausländische Währung betreffenden Transaktionen werden auch von Währungsschwankungen betroffen sein, wann immer die Notwendigkeit eines Transfers des Produktwertes in eine andere Währung besteht. Zeitonenunterschiede könnten dazu führen, dass mehrere Stunden zwischen einer Zahlung in einer Währung und der kompensierenden Zahlung in einer anderen Währung verstreichen. Relevante Bewegungen in den Wechselkursen während der Abwicklungsperiode könnten eine ernsthafte Aufzehrung potenzieller Gewinne und/oder eine signifikante Erhöhung der Verluste zur Folge haben.

Hochverzinsliche festverzinsbare Wertpapiere – Das Anlegen in hochverzinslichen Anlagen, welche zu einer höheren Volatilität tendieren als festverzinsliche Wertpapiere einer guten Anlagebonität, ist spekulativ. Diese und hochverzinsliche Wertpapiere, welche durch Zinssatzänderungen und der Kreditwürdigkeit der Aussteller beeinflusst werden, beinhalten sowohl zusätzliches Kredit- als auch Ausfallsrisiko.

Hedge Fonds – Eine Anlage in Hedge Fonds ist spekulativ und beinhaltet ein hohes Maß an Risiko. Solche Anlagen sind nur für professionelle Kunden (MiFID Richtlinie 2004/39/EC Anhang II) geeignet. Es kann keine Garantie gegeben werden, dass das Anlageziel eines Hedge Fonds erreicht wird und/oder, dass Anleger ein Teil oder den Gesamtbetrag ihres Anlagevermögens zurückerhalten.

Rohstoffe – Das Verlustrisiko beim Handeln mit Rohstoffen (z.B. Industrierohstoffe wie Gold, Kupfer und Aluminium) kann von substantieller Natur sein. Der Rohstoffpreis kann substantiellen Schwankungen in kurzen Zeitintervallen unterliegen und durch unvorhersehbare weltweite Politikmaßnahmen (einschließlich Geldpolitik) beeinflusst werden. Des Weiteren könnten die Bewertungen von Rohstoffen anfällig gegenüber solch nachteiliger globaler Entwicklungen in Wirtschaft, Politik und/oder Regulation sein. Vorausschauende Anleger müssen unabhängig die Eignung einer Anlage in Rohstoffen unter Berücksichtigung ihrer eigenen finanziellen Bedingungen und Ziele prüfen. Nicht alle Konzernfirmen oder Tochtergesellschaften der Deutschen Bank Gruppe offerieren Rohstoffe und/oder rohstoffbezogene Produkte und Dienstleistungen.

Anlagen in außerbörslichen Unternehmen sind spekulativ und umfassen signifikante Risiken, u.a. Illiquidität, höheres Verlustpotenzial und fehlende Transparenz. Das Umfeld für Anlagen in außerbörslichen Unternehmen ist zunehmend volatil und kompetitiv. Anleger sollten nur in den Fonds investieren, wenn der Anleger einem Verlust des Gesamtanlagebetrags standhalten kann. Angesichts der Restriktionen bezüglich Zurückziehungen, Transfers und Rückkäufe und unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die Fonds in keiner Rechtsprechung unter die Gerichtsbarkeit der Wertpapiergesetze fallen, gilt eine Anlage in den Fonds als illiquide. Anleger sollten darauf vorbereitet sein, die finanziellen Risiken ihrer Anlagen über einen unbegrenzten Zeitraum zu tragen.

Anlagen in Immobilien könnten aufgrund einer Vielzahl an Faktoren nach der Akquirierung keine Wertentwicklung erzielen.

Anlagen in Immobilien, die keine Wertentwicklung erzielen, könnten substantielle Ausarbeitungsverhandlungen und/oder Restrukturierung erfordern.

Die Umwelt betreffende Verpflichtungen könnten insofern ein Risiko darstellen, als dass der Besitzer oder der Betreiber des Grundbesitzes haftpflichtig gemacht werden könnte für die Kosten, die bei der Entfernung oder der Sanierung von bestimmten gefährlichen Substanzen auf, unter, in oder um den Besitz herum auftreten. Zudem könnten sich die Länder, sofern Anlagen in Grund- und Hausbesitz im Ausland getätigt werden, als politisch und/oder wirtschaftlich instabil herausstellen. Schlussendlich könnte auch die Aussetzung gegenüber Schwankungen in Wechselkursen den Wert des Grund- und Hausbesitzes beeinflussen.

Strukturierte Lösungen sind aufgrund ihrer potentiellen Illiquidität, ihrer Optionalität, ihrer Frist zur Zurückzahlung und dem Auszahlungsprofil der Strategie nicht für alle Anleger geeignet. Wir, unsere Konzernunternehmen oder uns oder solchen Konzernunternehmen angeschlossenen Personen könnten: eine Long- oder eine Short-Position in einem Wertpapier, zu dem hier Stellung genommen wurde, bzw. in zugehörigen Futures oder Options unterhalten, Wertpapiere kaufen oder verkaufen, eine Position nehmen, um ein Nachfrager und Anbieter von Wertpapieren zu vermitteln oder sich an anderen etwaigen Transaktionen beteiligen, die solche Wertpapiere betreffen und Provision oder eine andere Kompensation verdienen. Berechnungen von Erträgen auf Instrumente könnten möglicherweise an einen Index oder einen Zinssatz gekoppelt sein. In solchen Fällen könnten die Anlagen möglicherweise nicht für Personen geeignet sein, denen solche Indices oder Zinssätze unbekannt sind und/oder, die nicht in der Lage oder nicht Willens sind, die mit den Transaktionen verbundenen Risiken zu tragen. Produkte, welche in einer Währung gezeichnet sind, die nicht des Anlegers eigene Währung ist, unterliegen Änderungen in Wechselkursen, welche einen negativen Effekt auf den Wert, den Preis oder die Rendite der Produkte haben können. Diese Produkte sind möglicherweise nicht schnell realisierbare Anlagen und werden auf keinem regulierten Markt gehandelt.

Zusätzliche Risiken die beachtet werden müssen, umfassen Zinssatz-, Währungs-, Kredit-, politische, Liquiditäts-, Zeitwerts-, Rohstoff- und Marktrisiken. Bitte wägen Sie jegliche Risiken vorsichtig ab, bevor Sie eine Anlage tätigen.

Alle Markenrechte liegen bei ihren jeweiligen rechtlichen Inhabern.

Wichtige Hinweise – Luxemburg, Österreich, Schweiz

Deutsche Asset Management ist der Markenname für den Geschäftsbereich Asset Management der Deutsche Bank AG und deren Tochtergesellschaften. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der Deutschen Asset Management anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Deutsche Asset Management, durch die Deutsche Bank AG, ihre Konzerngesellschaften und leitenden Angestellten sowie Mitarbeiter (zusammen die „Deutsche Bank“), hat dieses Dokument in gutem Glauben veröffentlicht.

Bei der Erstellung dieses Dokuments wurden die Anlagebedürfnisse, -ziele oder Finanzlage einzelner Anleger nicht berücksichtigt. Bevor sie eine Anlageentscheidung treffen, müssen Anleger ggf. mithilfe eines Anlageberaters entscheiden, ob die von der Deutschen Bank beschriebenen oder angebotenen Investitionen und Strategien unter Berücksichtigung ihrer Anlagebedürfnisse, -ziele und Finanzlage für sie geeignet sind. Des Weiteren dient dieses Dokument nur zu Informationszwecken/als Diskussionsgrundlage, stellt kein Angebot, keine Empfehlung oder Aufforderung zum Abschluss einer Transaktion dar und ist nicht als Anlageberatung zu verstehen. Die Deutsche Bank erbringt keine steuerrechtliche oder juristische Beratung. Anleger sollten ihren Steuer- und Rechtsberater konsultieren, wenn sie die von der Deutschen Bank vorgeschlagenen Anlagen und Strategien in Betracht ziehen. Sofern nicht anders festgelegt, gibt es keine Garantie für Anlagen bei der Deutschen Bank. Anlageinstrumente sind, sofern nicht ausdrücklich anders vermerkt, nicht von der Federal Deposit Insurance Corporation („FDIC“) oder einer anderen Regierungsbehörde versichert und werden weder von der Deutschen Bank oder ihren Konzerngesellschaften garantiert noch stellen sie Verpflichtungen der Deutschen Bank oder ihrer Konzerngesellschaften dar. Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Informationen aus Quellen stammen, die als zuverlässig gelten, übernehmen wir keine Garantie für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Zuverlässigkeit dieser Informationen, und eine Anlageentscheidung sollte sich nicht allein auf diese Informationen stützen. Alle Meinungen und

Schätzungen in diesem Dokument, einschließlich Renditeprognosen, spiegeln unsere Beurteilung bei Redaktionsschluss wider, können ohne vorherige Ankündigung geändert werden und beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise nicht als zutreffend erweisen.

Dieses Dokument ist nicht das Ergebnis von Finanzanalyse/Research. Die „Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse“ der Schweizerischen Bankiervereinigung finden auf die vorstehenden Darstellungen daher keine Anwendung.

Investitionen unterliegen verschiedenen Risiken, einschließlich Marktschwankungen, Kontrahentenrisiko, regulatorischen Änderungen, möglichen Verzögerungen bei der Rückzahlung sowie dem Verlust von Erträgen und der investierten Kapitalsumme. Der Wert von Anlagen kann steigen oder fallen und Anleger können möglicherweise nicht jederzeit den investierten Betrag zurückerhalten. Des Weiteren sind erhebliche Schwankungen des Werts der Anlage auch innerhalb kurzer Zeiträume möglich. Obwohl es nicht möglich ist, direkt in einen Index zu investieren, stellen wir Performancevergleiche zu einem Index oder mehreren Indizes als Orientierungshilfe zur Verfügung.

Diese Publikation enthält zukunftsgerichtete Elemente. Diese zukunftsgerichteten Elemente schließen u.a., jedoch nicht ausschließlich, Schätzungen, Projizierungen, Ansichten, Modelle und hypothetische Leistungsanalysen ein. Die hier dargelegten zukunftsgerichteten Erklärungen stellen die Beurteilung des Autors zum Datum dieses Materials dar. Zukunftsgerichtete Erklärungen 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 könnten. Tatsächliche Ergebnisse können daher möglicherweise wesentlich von den hier enthaltenen Ergebnissen abweichen. Die Deutsche Bank gibt keine Stellungnahme ab und leistet keine Gewähr hinsichtlich der Angemessenheit oder Vollständigkeit dieser zukunftsgerichteten Erklärungen oder anderer, hier enthaltener, finanzieller Informationen.

Die Anlagebedingungen sind ausschließlich in den detaillierten Regelungen der Angebotsunterlage, einschließlich Risikoerwägungen, festgelegt. Bei Anlageentscheidungen sollten Anleger sich auf die finale Dokumentation zu der jeweiligen Transaktion und nicht auf die in diesem Dokument enthaltene Zusammenfassung stützen.

Die Performance in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge. Die hierin enthaltenen Informationen sind keine Zusage der oder Gewährleistung für die zukünftige(n) Performance. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

Dieses Dokument darf ohne unsere schriftliche Zustimmung weder vervielfältigt noch verbreitet werden. Die Verbreitung des vorliegenden Dokuments kann in bestimmten Jurisdiktionen, einschließlich der Vereinigten Staaten, durch Gesetze oder andere Bestimmungen eingeschränkt oder untersagt sein. Dieses Dokument ist nicht an Personen oder Rechtseinheiten gerichtet, die Staatsbürger oder Gebietsansässige einem Staat, Land oder einer sonstigen Jurisdiktion, einschließlich der Vereinigten Staaten, sind (oder ihren Sitz dort haben), in dem/der Verbreitung, Veröffentlichung, Verfügbarkeit oder Verwendung dieses Dokuments gegen Gesetze oder andere Bestimmungen verstoßen oder die Deutsche Bank AG dazu verpflichten würden, bisher noch nicht erfüllten Registrierungs- oder Lizenzierungsanforderungen nachzukommen. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, müssen sich über solche Beschränkungen informieren und diese beachten.

© August 2016 Deutsche Asset Management Investment GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

Herausgeber: Deutsche Asset Management Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

Wichtige Hinweise – Deutschland

Deutsche Asset Management ist der Markenname für den Geschäftsbereich Asset Management der Deutsche Bank AG und deren Tochtergesellschaften. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der Deutschen Asset Management anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Deutsche Asset Management, durch die Deutsche Bank AG, ihre Konzerngesellschaften und leitenden Angestellten sowie Mitarbeiter (zusammen die „Deutsche Bank“), hat dieses Dokument in gutem Glauben veröffentlicht.

Dieses Dokument enthält lediglich generelle Einschätzungen, welche auf der Grundlage von Analysen der Deutsche Asset Management Investment GmbH getroffen wurden.

Diese Einschätzungen stellen keine Anlageberatung dar. Sie sind insbesondere keine auf die individuellen Verhältnisse des Kunden abgestimmte Handlungsempfehlung. Sie geben lediglich die aktuelle Einschätzung der Deutsche Asset Management Investment GmbH wieder, die auch sehr kurzfristig und ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann. Damit ist sie insbesondere nicht als Grundlage für eine mittel- oder langfristige Handlungsentscheidung geeignet.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftigen Wertentwicklungen. Es wird keine Garantie dafür übernommen, dass Prognosen und Ziele tatsächlich eintreffen. Prognosen basieren auf Aufnahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Dieses Dokument darf nur mit ausdrücklicher Zustimmung der Deutsche Asset Management Investment GmbH vervielfältigt, an Dritte weitergegeben oder verbreitet werden. Dieses Dokument und die hierin 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 Vereinigten Staaten, Großbritannien, Kanada oder Japan sowie seine Übermittlung an US-Residents und US-Staatsbürger sind untersagt.

Die Deutsche Asset Management Investment GmbH vertritt keine bestimmte politische Ansicht. Die Analysen sollen lediglich mögliche Auswirkungen auf Finanzmärkte und makroökonomische Zusammenhänge zu erläutern helfen.

© August 2016 Deutsche Asset Management Investment GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

Herausgeber: Deutsche Asset Management Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

