Deutsche
Asset Management

CIO VIEW

Quarterly April 2017

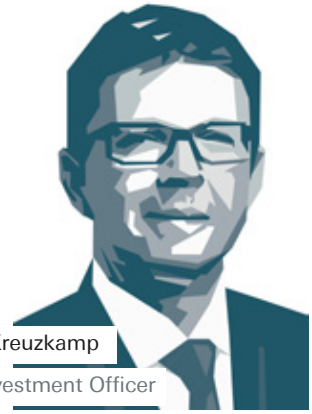
Globalisierung

Auswirkungen auf Löhne und Vermögen

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung.

Wie viel Trump steckt in den Börsen?

Der neue US-Präsident scheitert krachend mit seinem ersten großen Gesetzesvorhaben im Kongress, und die Märkte zucken nur kurz. Warum? Warum beendet Trumps „Art of no deal“ nicht die sogenannte „Trump-Rallye“? Vielleicht, weil es gar keine Trump-Rallye ist. Sondern ein Marktaufschwung, der auf den Hoffnungen auf einen nachhaltigen Inflations- und Wachstumsanstieg basiert. Dieser hat die Renten-, Devisen- und Aktienmärkte auf allen Kontinenten seit etwa Mitte 2016 getrieben. Diese Hoffnung wurde bis jetzt kaum getrübt, schaut man auf die globalen Wirtschaftsdaten. Vor allem die Stimmungsindikatoren sehen derzeit gut aus. Die Unternehmen sind optimistisch in das laufende Jahr gestartet und die Gewinnschätzungen wurden hochgenommen.



Stefan Kreuzkamp
Chief Investment Officer

„Der US-Aktienmarkt ist trotz, nicht wegen Trump stark. Das könnte sich noch ändern.“

Doch was hat Optimismus mit Trump zu tun? Nun, der positive Schub, den die US-Wahl den Märkten verlieh, ist schwer zu leugnen. Er speiste sich unserer Meinung nach vor allem aus der Erleichterung, dass Weißes Haus und Kongress wieder in einer Hand sind, noch dazu in republikanischer. Hinzu kam der als handlungswillig wahrgenommene Präsident. Doch seit Anfang Dezember bewegt sich der S&P 500 Index nur noch im Einklang mit den Weltbörsen, während der stärker national ausgerichtete Russell 2000 Index sogar schlechter läuft. Der Präsident konnte also seit Amtseintritt keinen neuen Optimismus schüren. Der Kurs, der vielleicht am besten die Marktmeinung zu Trumps politischer Durchsetzungsfähigkeit spiegelt, ist der mexikanische Peso zum US-Dollar. Er verlor nach der Wahl in der Spitze über 20 Prozent. Diesen Verlust hat er bis Ende März wieder fast komplett wettgemacht.

Die positive Lesart der nunmehr entspannteren Peso-Käufer ist die Aussicht, dass Trumps protektionistische Pläne ebenso scheitern werden wie die Gesundheitsreform oder seine Dekrete zum Einreiseverbot. Die negative Lesart wäre, auch die zügige Umsetzung der Steuerreform in Frage zu stellen. Dies dürfte zu einiger Enttäuschung bei US-Anlegern führen, ebenso wie die wahrscheinliche Verschiebung der Infrastrukturprojekte. Doch die Weltbörsen dürften davon weniger beeindruckt werden. Dafür ist der wirtschaftliche Rückenwind zu stark. Und dafür haben sich viele internationale Anleger ohnehin zu wenig von Trump versprochen, um jetzt von ihm nachhaltig enttäuscht werden zu können.

Mit diesem Ansatz, sich nicht zu viel zu versprechen, um nicht enttäuscht zu werden, fahren unserer Meinung nach auch Anleger dieses Jahr wieder am besten. Die Bewertungen sind durch die Bank hoch. Allerdings sehen wir auch keine Anzeichen einer Überhitzung, und damit starker Zinsanstiege. Und auch keine Rezessionsgefahr. Beides sollte uns vor Bärenmärkten schützen, auch wenn wir Rücksetzer noch vor dem Sommer nicht ausschließen wollen.

Wichtige Begriffe erklären wir in unserem Glossar. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 18.04.2017

CIO | VIEW

Quarterly April 2017

FOKUS

Die Globalisierung sorgte für mehr Wohlstand und eine Annäherung des Wohlstands zwischen Schwellen- und Industrieländern, aber auch für eine Umverteilung zwischen Arbeit und Kapital.

Der Preis der Globalisierung 06

MAKRO

Die Liste der politischen Risiken ist lang. Die Weltwirtschaft bleibt dennoch auf Wachstumskurs. Die Wachstumskräfte gewinnen zudem regional an Breite, die Weltwirtschaft damit an Stabilität.

Weltwirtschaft auf Wachstumskurs 08

RENTEN

In den USA rätseln die Anleger derzeit mehr über Trumps Politik und Wachstumsindikatoren als über die Zentralbank. In Europa bewegt weiter die EZB und der mögliche QE-Ausstieg die Märkte.

Anleihen: Es wird unübersichtlicher 10
Währungen: Politik vor Makro-Konsens 12

AKTIEN

Nach fast allen Maßstäben sind Aktien teuer. Dennoch würden wir bei den erwartbaren Marktschwächen aufgrund guter Konjunktur- und Unternehmensdaten nachkaufen. Wir präferieren Schwellenländer.

Nicht grundlos teuer 13
Bewertungen im Überblick 15

ALTERNATIVE ANLAGEN

Die Anleger zeigen weiter lebhaftes Interesse an nicht börsennotierten Immobilien und Infrastruktur, besonders in Europa. Selektives Vorgehen bleibt aber in diesen Anlagesegmenten unabdingbar.

Immobilien sind immer lokal 16

MULTI ASSET

Die politische Unsicherheit ist ungewöhnlich hoch, die Volatilität an den Finanzmärkten dagegen ungewöhnlich niedrig. Vor diesem Hintergrund reduzieren wir unsere Risikoallokation leicht.

Was bedeutet die niedrige Volatilität? 18
Allokation 20
Indikatoren 21

PROGNOSEN

Unsere Ende 2016 getroffene globale Wachstumsprognose für 2017 halten wir weiter aufrecht. Die Staatsanleihezinsen dürften parallel zu globalem Wachstum und Inflation weiter langsam ansteigen.

Prognosen zu Wirtschaft und Märkten 22

ÜBER UNS

Die Deutsche Asset Management gehört zur Gruppe der weltweit führenden Vermögensverwalter. Wir begleiten private und institutionelle Anleger bei der Realisierung ihrer Investmentziele.

Über uns 25

Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 18.04.2017

Der Preis der Globalisierung

» Die Globalisierung sorgte für eine Annäherung des Wohlstands zwischen Schwellen- und Industrieländern, aber auch für Preisverschiebungen zwischen Arbeit und Kapital. «

Wird über die Globalisierung diskutiert, geht es häufig um Umverteilungsfragen. Der Ökonom Branko Milanovic[1] führte dazu empirische Untersuchungen durch. Demnach stagnieren seit 1988 die Realeinkommen der Mittelschicht in den Industrieländern. Die Mittelschicht in vielen asiatischen Staaten sowie die Oberschicht in den Industrieländern konnten sich dagegen über einen Einkommensanstieg freuen. Die Globalisierung sorgte aber auch für eine Veränderung der Preisrelation zwischen Arbeit und Kapital. Deutlich wird dies anhand der Stunden, die ein US-Arbeitnehmer für einen S&P-500-Aktienkorb[2] leisten muss. Ab 1995 stieg die Stundenzahl deutlich an.[3] Die Unternehmen der Industrieländer zählen zu den Gewinnern der Globalisierung. Sie konnten durch Produktionsverlagerung die niedrigeren Löhne in den Schwellenländern nutzen. Die Arbeitnehmer in den Industrieländern mussten Lohnzurückhaltung üben, um die Arbeitsplätze im Inland zu halten.

In den USA ist es vor allem einem flexiblen Arbeitsmarkt zu verdanken, dass sich in Nachkrisenzeiten oder nach konjunkturellen Abschwüngen kein nachhaltiger Anstieg der Arbeitslosigkeit manifestierte. Eine Konsequenz dieser Flexibilität ist allerdings, dass sich beispielsweise der Anteil der nicht leitenden Beschäftigten im Produktionssektor seit Mitte der 60er Jahre um knapp acht Prozent erhöhte. Weiter lässt sich zeigen, dass diese Entwicklung mit einer fallenden Lohnquote (Quote aus Einkommen aus Arbeit zu Gesamteinkommen) einhergeht, was wiederum bedeutet, dass das Wachstum des Einkommens aus Arbeit (durchschnittliche Stundenlöhne) nicht mit dem Wachstum des Einkommens aus Kapital Schritt halten konnte. Diese gedämpfte Lohnentwicklung (geringere Kosten) führte dann zu einem deutlichen Anstieg der Gewinnquote der Unternehmen. Davon profitierten wiederum die US-Aktien. Alle diese Entwicklungen sorgten für die bereits erwähnte Änderung der Preisrelation zwischen Arbeit und Kapital.

Mehr Gewinner als Verlierer

Diese Beobachtungen decken sich mit dem Untersuchungsergebnis von Branko Milanovic, wonach sich die Schere zwischen Arm und Reich innerhalb der Länder geöffnet hat. Milanovic kam aber auch zu dem Ergebnis, dass sich dank der Globalisierung der Einkommensabstand zwischen Arbeitnehmern aus den Schwellenländern und Industrieländern verringert hat. Zudem sorgte die Globalisierung für ein höheres Weltwirtschaftswachstum, also mehr Wohlstand für alle.

Die Unternehmen richteten bei der Standortwahl ihren Blick auch auf die Steuerquoten. Dies führte unter anderem zu einem Rückgang der Steuersätze. In den USA lag im Jahr 1974 die durchschnittliche Unternehmenssteuerquote bei 46 Prozent des Bruttogewinns – heute liegt sie nur noch bei knapp über 25 Prozent. Davon profitiert der S&P 500 Index zusätzlich. Zudem fand ab Mitte der 90er Jahre eine Höherbewertung des S&P 500 Index statt. Von 1964 bis 1994, also bis zum Beginn des Stundenanstiegs für den Aktienindex, schwankte das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des S&P 500 Index[4] um einen Mittelwert von 14,4. Ab 1995 erhöhte sich der KGV-Durchschnitt auf 25,5. Als Grund dafür gilt der Zins. Die Globalisierung führte zu einem niedrigen Preisanstieg. Dadurch legten auch die Zinsen den Rückwärtsgang ein. Folge: Aktien wurden im Verhältnis zu Anleihen attraktiver und ihr KGV stieg.

Umverteilung läuft aus

Es gibt jedoch ein erstes Indiz, dass die Verschiebung zwischen Lohn- und Gewinnquote ausläuft. Die Lohnquote

für nicht leitende Arbeitnehmer aus dem Produktionsbereich, die jahrzehntelang zurückging, schwankt seit 2010 um einen Wert von 23 Prozent. Für zwei Drittel der Arbeitnehmer in den USA ist dies eine gute Nachricht. US-Aktionäre dürften von dieser Entwicklung nicht begeistert sein. Schließlich bedeutet dies, dass sich die Gewinnquote der Unternehmen am nationalen Einkommen möglicherweise nicht mehr weiter erhöht.

Verkehrt wäre es, daraus abzuleiten, dass die Unternehmensgewinne nicht mehr steigen. Langfristig sorgen nicht Umverteilungseffekte, sondern Produktivitätssteigerungen für steigende Gewinne. Die Deregulierungspläne der US-Regierung könnten bei der Beschleunigung des Produktivitätsanstiegs helfen. Und dies könnte dem US-Aktienmarkt weiteren Kursauftrieb geben. Dies, zusammen mit dem Niedrigzinsumfeld, spricht unter anderem dafür, am Aktienmarkt weiter investiert zu bleiben.

[1] Branko Milanovic: Die ungleiche Welt. Migration, das eine Prozent und die Zukunft der Mittelschicht. Oktober 2016

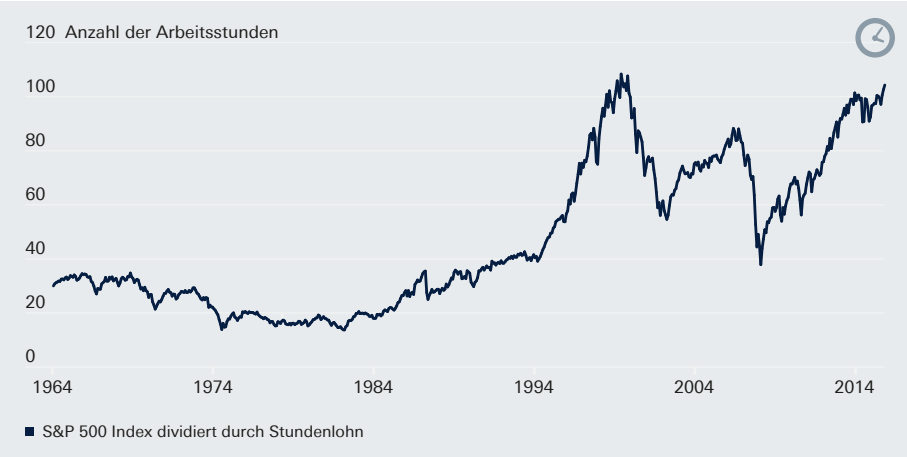
[2] Nach Marktkapitalisierung gewichtete Aktien aus dem S&P 500 Index. Die Aktien entsprechen in ihrem gesamten Wert dem S&P 500 Index und bilden auch die Entwicklung des Index ab.

[3] Der Preis des S&P 500 Index wurde in Relation mit dem durchschnittlichen Stundenlohn eines nicht leitenden Arbeitnehmers aus dem privaten Produktionssektor ohne Landwirtschaft gesetzt. Der durchschnittliche Stundenlohn beinhaltet Sozialabgaben des Arbeitnehmers, allerdings nicht die Sozialabgaben des Arbeitgebers.

[4] Robert Shiller: U.S. Stock Markets 1871-Present and CAPE-Ratio. Online Data, Yale University vom 17.03.2017

Arbeitsstunden für einen S&P-500-Aktienkorb

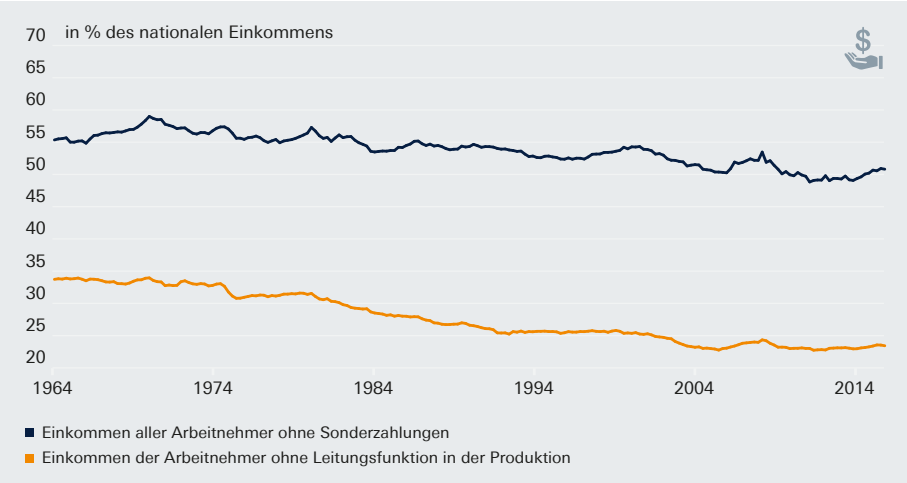
In den vergangenen 24 Jahren hat sich der S&P-500-Aktienkorb in Relation zum Arbeitslohn deutlich verteuert.



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand: 17.03.2017

Einkommensquoten der US-Arbeitnehmer

Bis 2009 war bei den Einkommen der nicht leitenden Arbeitnehmer ein fallender Trend zu beobachten.



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand:17.03.2017

Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. **Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.** Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 18.04.2017

Weltwirtschaft auf Wachstumskurs

» Die Wachstumskräfte gewinnen regional an Breite, die Weltwirtschaft damit an Stabilität. Die Politik bleibt ein Belastungsfaktor. «

Phil Poole
Global Head of Research

IN KÜRZE

Das Wachstum beschleunigt sich in den USA. Dies spricht für weitere Zinsschritte der Federal Reserve.

Die Eurozone bleibt auf moderatem Wachstumskurs. Die EZB behält zumindest 2017 ihre lockere Geldpolitik bei.

In China gewinnt der private Konsum an Bedeutung. Das sorgt für eine höhere wirtschaftliche Stabilität des Landes.

Die Liste der Risiken ist lang. US-Präsident Trump hat im Rahmen seines „America First"-Wahlkampfs unter anderem eine protektionistische Politik in Aussicht gestellt. In der Eurozone könnten EU-Gegner und Nationalisten bei den noch anstehenden Wahlen an Bedeutung gewinnen. In China belasten hohe Unternehmensschulden den Wachstumsausblick. Trotz dieser Gefahren gewinnt die Weltwirtschaft an Schwung. Ein Indiz dafür liefern die Einkaufsmanagerindizes. Diese signalisieren, dass die Mehrheit der Einkaufsmanager eine weitere wirtschaftliche Verbesserung erwartet.

Unter den Industrieländern sollten die USA einen wesentlichen Beitrag zum globalen Wachstum leisten. 2017 dürfte das Wachstum des realen US-Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 0,6 Prozentpunkte auf 2,2 Prozent zulegen. Die Bruttoinvestitionen, die im Vorjahr schrumpften und entsprechend das Wachstum schmälerten, sollten in diesem Jahr wieder einen größeren Beitrag dazu beisteuern.

Die Arbeitslosigkeit dürfte weiter sinken und die Vollbeschäftigung erreicht werden. Damit sollten die Löhne moderat steigen und der Konsum weiter zulegen. Durch höhere Löhne und eine gesteigerte Nachfrage könnte die Kerninflationsrate auf 1,9 Prozent anziehen und damit nur noch 0,1 Prozentpunkte unter der Zielinflationsrate der US-Notenbank liegen. Dies spricht dafür, dass die Federal Reserve (Fed) bis März 2018 noch zwei bis drei weitere moderate Zinserhöhungen verkünden könnte.

Auch in der Eurozone geht es weiter moderat aufwärts. Stimmungsindikatoren wie das Konsumentenvertrauen oder die Einschätzungen der Einkaufsmanager, aber auch harte Daten wie die Industrieproduktion und die Auftragsentwicklung deuten weiter auf eine stabile wirtschaftliche Entwicklung hin. Allerdings begrenzt, trotz tendenziell sinkender Arbeitslosigkeit, eine noch immer relativ hohe aggregierte Arbeitslosenquote einen deutlichen Lohnanstieg in der Eurozone. Dies spricht für einen eher moderaten Konsumanstieg, was wiederum das Wachstumstempo begrenzt. Potenziell wachstumshemmend wirken auch politische Einflüsse – in den kommenden Wochen und Monaten stehen weitere wichtige Wahlen an. So könnte die Investitionstätigkeit zunächst zurückhaltend ausfallen, zumindest bis hier Klarheit herrscht. Dennoch dürfte die Wirtschaft in der Eurozone 2017 um 1,5 und 2018 um 1,4 Prozent wachsen.

Der Anstieg der Inflation dürfte dafür sorgen, dass die Europäische Zentralbank (EZB) ihre lockere Geldpolitik überdenkt. Hinzu kommt, dass die selbst gesetzte Grenze, nur bis zu einem Drittel der Anleihen eines Emittenten zu kaufen, das infrage kommende Anleiheuniversum stark einschränkt. Auch dies spricht dafür, dass sich die EZB in den kommenden Quartalen mit einem Ausstieg aus dem Quantitative Easing (QE)

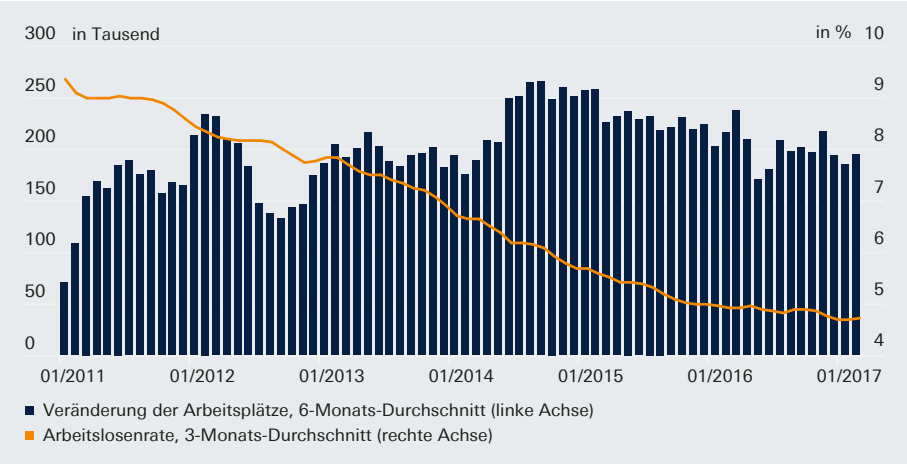
beschäftigen wird. Interessen der EZB könnten allerdings auch die Begrenzung eines wachstumshemmenden Renditeanstiegs sowie die Stärkung des Bankensektors bleiben. Denkbar ist, dass zunächst das Anleihekaufprogramm gedrosselt wird (Tapering), wonach ein moderater Zinsanstieg folgen könnte. Dies impliziert, dass der Bankensektor länger in einem Niedrigzinsumfeld operieren müsste, was jedoch bei Bedarf durch zinsgünstige Langfristtender (TLTROs) kompensiert werden könnte.

Innerhalb der Schwellenländer gibt der asiatische Raum der Weltwirtschaft weiterhin Auftrieb. China spielt dabei aufgrund seiner Größe eine wichtige Rolle. Durch langsame Anpassungen will Chinas Regierung die Probleme mit Fehlinvestitionen, Überkapazitäten und hohen Schulden im staatlichen Unternehmenssektor in den Griff bekommen. Seit 2015 gewinnt der private Konsum als Wachstumsträger an Bedeutung. Dies lässt uns erwarten, dass Chinas Wirtschaft 2017 und 2018 jeweils um 6,3 Prozent zulegt.

Insgesamt lässt sich festhalten, dass in den Industrie- und in den Schwellenländern das Bild gemischt ist. Die Weltwirtschaft kann 2017 ihr moderates Wachstumsmomentum halten. Ein Blick auf die einzelnen Länder zeigt zudem, dass der Aufschwung regional an Breite gewinnt. Auch die Peripherieländer in der Eurozone dürften 2017 auf Erholungskurs bleiben. Die US-Wirtschaft wächst wieder stärker. In Brasilien und Russland, deren Wirtschaft unter fallenden Rohstoffpreisen litt, dürfte es ebenfalls in den kommenden Jahren langsam aufwärts gehen.

Guter US-Arbeitsmarkt

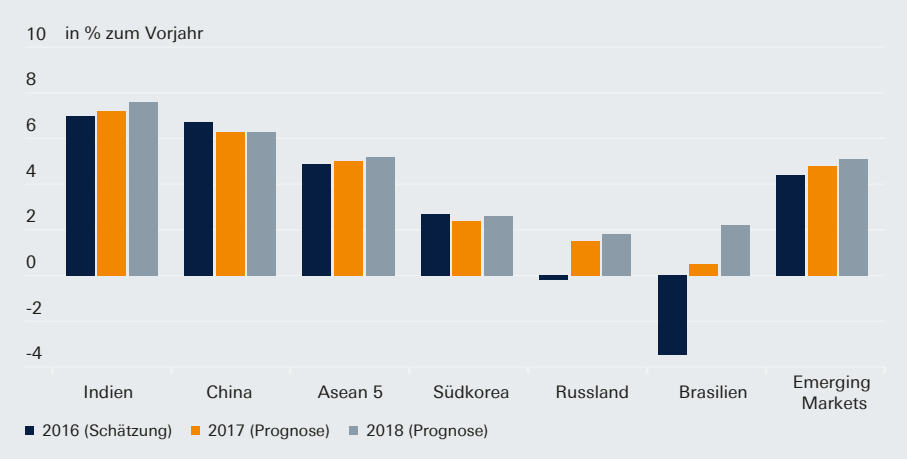
Die Zahl der Arbeitsplätze wächst weiter und die Arbeitslosigkeit ist gering. Die Vollbeschäftigung kommt in den USA langsam in Sicht.



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand: 16.03.2017

Schwellenländer wachsen real

Der Aufschwung gewinnt in den Schwellenländern an Breite. Brasilien und Russland dürften wirtschaftlich wieder wachsen.



Quellen: Internationaler Währungsfonds, Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 23.03.2017

Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 18.04.2017

Für Zinsanleger wird es unübersichtlicher

» Während in den USA Politik und Wachstum das Zinsumfeld wieder stärker bestimmen, bewegt in Europa die Zentralbank und ihr langsamer Ausstieg aus dem QE die Märkte. «

Joern Wasmund
Global Head of Fixed Income/Cash

IN KÜRZE

In den USA rätselt der Markt mehr über die Politik als über die Zentralbank.

In Europa könnten die Tapering-Diskussionen zunehmen; die USA taugen dafür nur bedingt als Vorbild.

Wir erwarten keine starken Zinsschübe und Spread-Veränderungen auf Jahressicht.

Trotz allen politischen Getöses seit einigen Monaten bleiben die Zentralbanken wichtige Impulsgeber der Rentenmärkte. Wenngleich mit unterschiedlicher Wirkung. In den USA verstetigt die US Federal Reserve (Fed) den Zinserhöhungspfad, in der Eurozone nähert sich die Europäische Zentralbank (EZB) zwei Jahre nach Einführung ihres Ankaufprogramms dem Anfang vom Ausstieg, während die Bank of England im Brexit-Umfeld zu Pragmatismus neigt und temporär eine höhere Inflation toleriert. Interessant ist, dass die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen in den USA am Quartalsende etwa dort stand, wo sie zu Jahresanfang stand, während sie in Deutschland stieg und in Großbritannien fiel. Das lässt mehrere Schlüsse zu:

1. Der sogenannte Trump-Trade hat ein Zwischenhoch hinter sich gelassen, wie Zinsen und US-Dollar zeigen. Was sich daraus für die Zukunft ableiten lässt, sei dahin gestellt. Sicher nicht, dass die US-Wirtschaft ihre Euphorie über den nunmehr republikanisch geführten Kongress eingestellt hätte. Aber erste Dämpfer gab es sicher nach dem holprigen Start der Regierung, die sich mit dem Scheitern der Gesundheitsreform verfestigten. Es stellen sich Fragen nach Trumps Rückhalt im Kongress.

2. Die Zinsentwicklung hat mehrere, für jede Region unterschiedliche Treiber. In den USA herrscht beinahe ungewöhnlicher Konsens über die nächsten Schritte der Fed. Dafür dürfte jetzt der Dissens über die Fähigkeit der Politik, das Wirtschaftswachstum zu stimulieren, zunehmen. In England muss die Zentralbank sowohl mögliche Auswirkungen aus dem Brexit wie auch eine anziehende Inflation im Auge behalten. Bei der EZB wiederum stehen derzeit weniger die Taten als Prognosen im Mittelpunkt des Interesses. Denn obwohl sie weiter Anleihen aufkauft, zeigt die ansteigende Bundrendite, dass

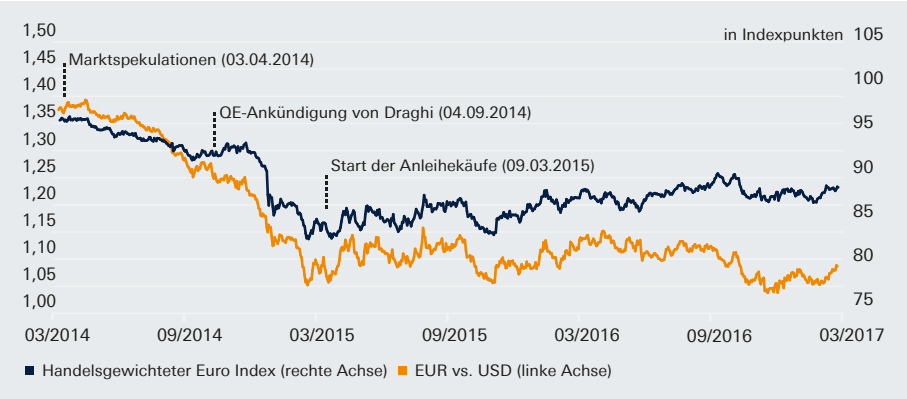
3. Worte und weniger die Taten über Marktbewegungen entscheiden. Das zeigte sich bereits deutlich bei der Auflegung des Aufkaufprogramms vor rund zwei Jahren: Bundrendite, Peripherie-Spreads und der Euro reagierten am deutlichsten in der Periode zwischen den ersten Spekulationen im April 2014 und dem Start der Käufe im März 2015. Danach zogen Renditen und Euro sogar wieder an.

EZB wird anders als Fed aus QE aussteigen

Diese Beobachtung ist 2017 von Bedeutung, da wir erwarten, dass die Tapering-Diskussion spätestens im Sommer wieder aufflammt. Wir rechnen mit einer Verringerung der Kaufvolumina ab Anfang 2018. Uneingeschränkte Vergleiche mit der Fed sollte man aber vermeiden. Während diese „lediglich" Beschäftigung und Preisstabilität sichern soll, ist es bei der EZB etwas komplizierter. Sie muss zusätzlich die Zinsaufschläge der Peripherie gering halten, die Kreditvergabe stimulieren und den Außenwert des Euro im Blick haben. All das für einen heterogenen Währungsverbund, was unseres Erachtens nach einem anderen, langsameren Quantitative Easing-(QE)Ausstieg verlangt. So könnten beispielsweise Anleihekäufe und Leitzinspolitik deutlich voneinander entkoppelt werden. EZB-Präsident Draghi könnte QE so lange fortführen, wie er sich um die Peripherie Sorgen macht. Sollte hingegen die Inflation nachhaltiger ansteigen, könnte er an der Zinsschraube drehen. Der Markt weiß um dieses Dilemma. Entsprechend schwer fällt es ihm, eindeutige Signale aus den Worten und Taten der EZB zu entnehmen. Dieses Interpretationsproblem dürfte die Volatilität der europäischen Anleihemärkte nicht reduzieren.

Der Euro schwächelte lange vor dem EZB-QE

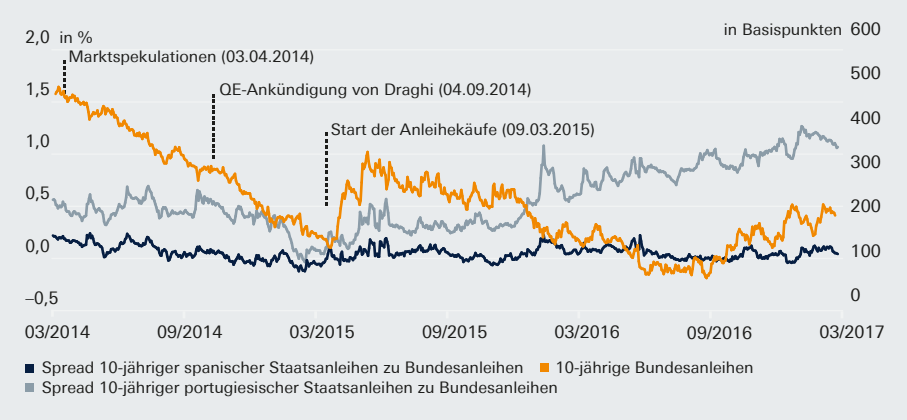
Seit den ersten Marktgerüchten über Anleihekäufe der EZB gab der Euro nach. Nach Beginn der Käufe legte er zu.



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 28.03.2017

Bundrendite und Spreads überraschen

Bundrendite und Aufschläge der Peripherieanleihen engten sich vor, nicht nach den Anleihekäufen ein.



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 28.03.2017

Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 18.04.2017

Politik übertrumpft Makro-Konsens zu den Devisenmärkten

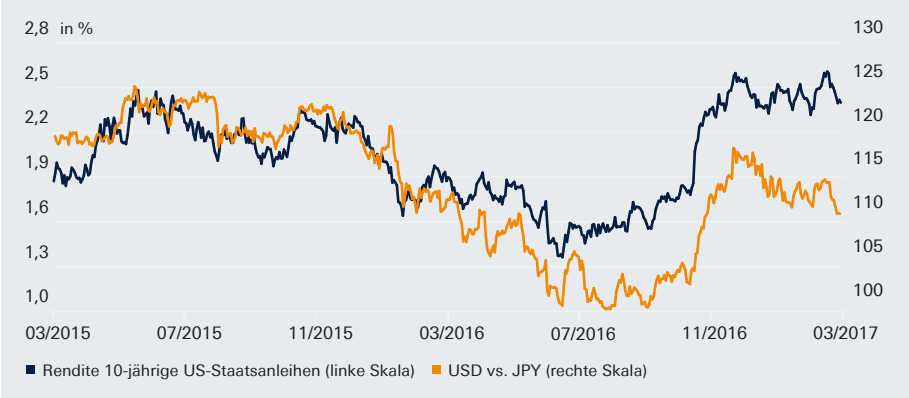
» „Die Gesundheitsreform ist tot, lang lebe die Steuerreform." Die Entwicklung des Dollars wird auch davon abhängen, wie schnell der US-Kongress dem Fiskalpaket zustimmt. «

Dirk Aufderheide
Chief Currency Strategist

Nachdem es US-Präsident Trump nicht gelungen ist, seine Partei bei der Gesundheitsreform auf Linie zu bringen, werden die Märkte genau beobachten, wie schnell er seine Steuerreform durchboxen kann. Dies dürfte sich auf die US-Staatsanleiherenditen auswirken, welche wiederum den US-Dollar treiben. Seine Schwäche, auch gegen den japanischen Yen (JPY), setzte ein, als die US-Renditen Mitte April nachgaben. In unseren Augen ist dies zunächst eine Konsolidierung, bevor der Dollar wieder zulegt. Dazu müsste die Trump-Regierung allerdings den Strom negativer Nachrichten eindämmen. Die Stärke des Euro beruht auf starken Makro-Daten sowie abflauenden Sorgen über die französischen Wahlen. Der Peripherie-Aufschlag zu Bundesanleihen verengte sich ebenso wie der Abstand zwischen Bundesanleihen und US-Staatsanleihen, was den Euro stützte. Dennoch sehen wir vorerst politisch bedingte Aufwertungen als Verkaufsgelegenheit. Der Yen bleibt unverändert die verlässlichste Währung, wenn die Marktvolatilität steigt. Aber die Bank of Japan dürfte sobald kaum ihren Kurs, Teile der Zinsstrukturkurve zu kontrollieren, ändern. Daher dürfte jede Erhöhung der US-Zinsen den Yen schwächen, sodass wir bei jeder weiteren Rallye zum Verkauf des Yen tendieren.

USD/JPY stark an US-Staatsanleihen angelehnt

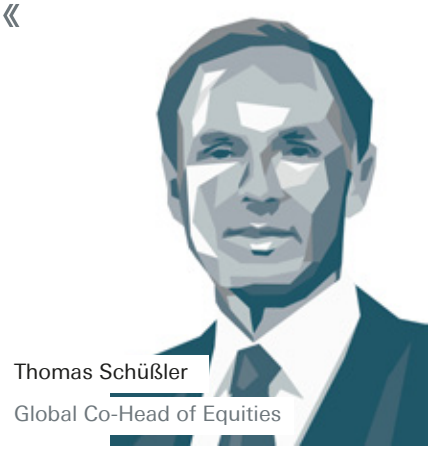
Aufgrund japanischer Renditestabilität reagiert der Yen stark auf veränderte US-Renditen.



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand: 28.03.2017

Die Märkte sind nicht ohne Grund teuer

» Nach fast allen Maßstäben sind Aktien teuer. Dennoch würden wir bei Marktschwächen aufgrund der robusten Konjunktur und steigender Unternehmensgewinne nachkaufen. «



Thomas Schüßler
Global Co-Head of Equities

Andre Köttner
Global Co-Head of Equities

Sollte eine Frau einen Mann nur deswegen heiraten, weil er der einzig verbliebene auf dem Markt ist? Einer Mutter, die ihre Tochter zu diesem Schritt drängt, würde man wohl umgehend falsch verstandene Fürsorge attestieren. Wie beurteilt man dann einen Vermögensverwalter, der einem nur aufgrund mangelnder Alternativen Aktien empfiehlt? Obwohl ihre Bewertung historisch hoch ist und die eigenen Kursziele weitgehend erreicht sind? Nun, wir würden, wenig überraschend, ihn deswegen nicht gleich anprangern. Denn trotz Verdreifachung des S&P 500 Index binnen acht Jahren, eines in die Jahre gekommenen Aufschwungs und Gewinnmargen, die ausgereizt erscheinen, spricht noch einiges für Aktien:

Der globale Aufschwung hat noch Luft. Die jüngsten konjunkturellen Daten haben insgesamt positiv überrascht. Viele Unternehmenslenker gehen optimistischer in dieses als ins letzte Jahr. Die Gewinnschätzungen wurden, entgegen der üblichen Saisonalität, dieses Jahr bisher in Summe nach oben revidiert. Auch wir haben unsere Gewinnschätzungen und unsere Kursziele für fast alle Regionen leicht angehoben.

Der Aufschwung befindet sich in seinem achten Jahr. Sollte er sich dieses Jahr, wie von uns erwartet, mit 3,5 Prozent Wachstum fortsetzen, wäre die Weltwirtschaft sechs Jahre in Folge mit Wachstumsraten zwischen 3,1 und 3,5 Prozent gewachsen. Das kann man negativ sehen. Schließlich kratzte die Weltwirtschaft damit stets nah an der vom Internationalen Währungsfonds postulierten Rezessionsmarke von drei Prozent. Und das auch stets nur mit Unterstützung der Zentralbanken. Die positive Sichtweise ist jedoch: Die Zentralbanken stehen parat, während bei diesen Wachstumsraten keine aggressive Zinswende droht. Manchem Anleger könnte das höhere Risikoaufschläge wert sein.

Wir sehen weiterhin in der Breite nicht die für eine nachhaltige Marktkorrektur typischen Frühboten. Vor allem droht unserer Meinung nach keine Rezession in absehbarer Zeit. In den USA fiel nur eine von fünf Baissen innerhalb der vergangenen 50 Jahre auf einen Zeitpunkt außerhalb einer Rezession.

Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 18.04.2017

Trotz all dieser Argumente bleiben wir uns natürlich des Rückschlagpotenzials bewusst, das Märkten angesichts dieser Bewertungsniveaus und wirtschaftspolitischen Risiken inhärent ist. Politische und makroökonomische Unvorhersehbarkeit ist zwar keine Besonderheit unserer Zeit – die Zukunft ist stets ungewiss. Die Häufung der Ereignisse jedoch, die derzeit die Schlagzeilen bestimmen und das Potenzial haben, historische Brüche einzuleiten, ist schon bemerkenswert.

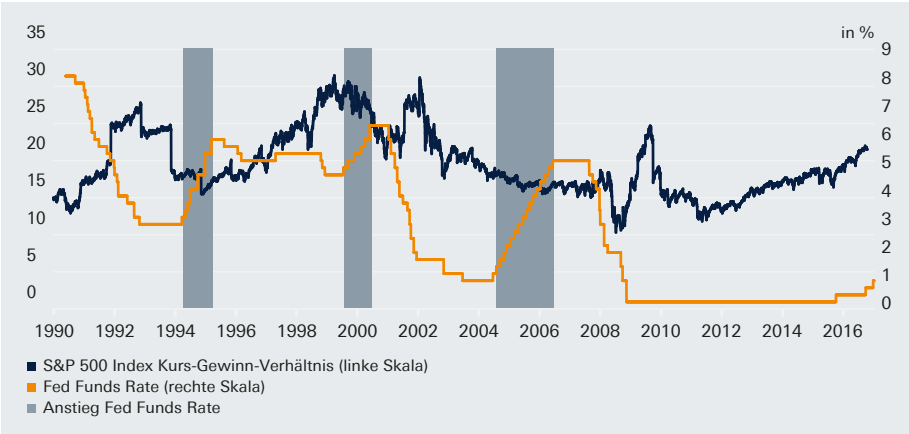
Ebenso bemerkenswert wie die diesbezügliche Gelassenheit der Anleger. Sie könnte darauf zurückzuführen sein, dass es sich hier oft um schleichende Prozesse handelt, die sich nur sehr graduell auf die Wirtschaft auswirken. Etwa Trumps Vorstellungen von Protektionismus und Welthandel. Allerdings könnte es von der neuen US-Administration auch schon kurzfristig zu Enttäuschungen kommen. Wenn sie es etwa nicht schafft, noch im laufenden Jahr den Unternehmenssteuersatz zu senken. Dann bliebe den US-Unternehmen vorerst nur die Aussicht auf einen Regulierungsrückgang, um ihrer antizipativen Freude über die neue Machtkonstellation Futter zu geben. Bezeichnenderweise sind ausgerechnet beim S&P 500 Index die Gewinnschätzungen dieses Jahr bisher gesenkt worden. Wir rechnen zwar weiter mit einer moderaten Steuersenkung auf 25 Prozent, sind uns aber zunehmend unsicher, ob sich diese noch auf die 2017er-Gewinne auswirken wird.

„Auf Zwölfmonatssicht sehen wir den Markt nahezu fair bewertet. Zwischenzeitliche Übertreibungen nach oben oder unten schließen wir dabei nicht aus."

Andre Köttner,
Global Co-Head of Equities

Rasante Zinsanstiege bei Aktionären unbeliebt

Steigende Leitzinsen deuten zwar meist auf eine robuste Konjunktur hin, belasten aber die Bewertung von Aktien. Vor allem steile Zinsanstiege drücken auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis.

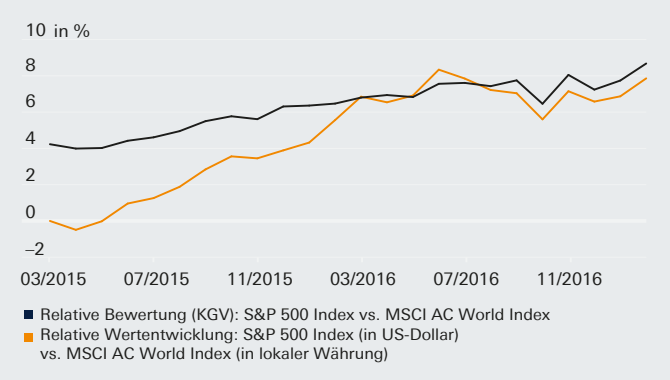


Quellen: Factset Research Systems Inc., Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand 26.03.2017

Bewertungen im Überblick

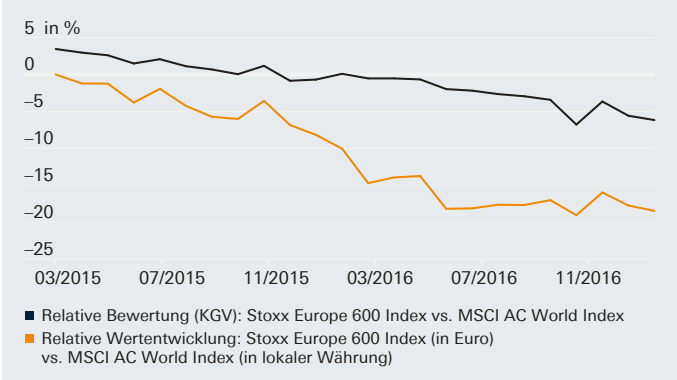
Aktien USA

Wir erwarten für 2017 erstmals seit 2011 wieder ein zweistelliges Gewinnwachstum für den S&P 500 Index. Unternehmen und Verbraucher sind guter Stimmung und die langfristigen Zinsen brechen nicht aus. Dass wir dennoch neutral bleiben, liegt an der Bewertung und an dem Enttäuschungspotenzial, welches die neue Regierung aufgebaut hat.



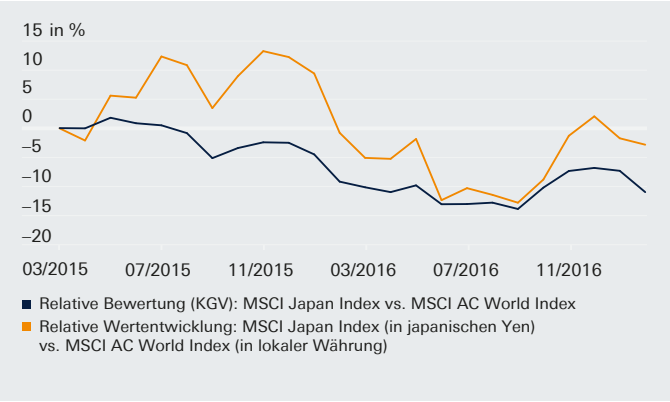
Aktien Europa

In Europa verbessern sich viele Konjunkturindikatoren. Unter anderem, da die Firmen derzeit von sich stabilisierenden Exportmärkten profitieren. Getrübt wird das Umfeld allerdings von den Auswirkungen des Brexit sowie den noch ausstehenden Wahlen in der fragilen Eurozone. Deutsche Aktien haben wir seit Februar wieder übergewichtet.



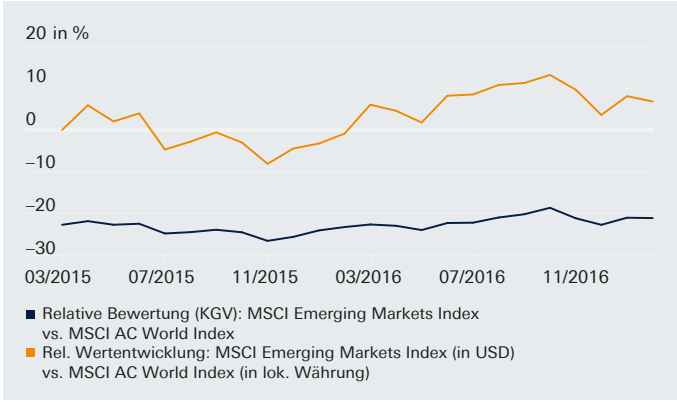
Aktien Japan

Das fundamentale Umfeld in Japan bleibt unseres Erachtens intakt, die Firmenbilanzen gesund. Jedoch legt der Yen gegenüber dem Dollar seit Mitte Dezember zu, was japanische Aktien belastet. Zudem befürchten wir vorsichtige Prognosen in der Berichtssaison und Umschichtungen von Anlagegeldern aus Japan in Schwellenländer. Wir reduzieren auf Neutral.



Aktien Schwellenländer

Die Schwellenländer sind den Weltbörsen von 2010 bis 2016 hinterhergehinkt. Ihre Erholung 2016 haben wir zunächst skeptisch, da eng am Ölpreis gebunden, gesehen. Mittlerweile sehen wir in vielen Ländern politische und makroökonomische Fortschritte. Gleichzeitig bleibt vielen Zentralbanken genügend Spielraum. Länderselektion bleibt wichtig.



Quellen: FactSet Research Systems Inc., Deutsche Asset Management Investment GmbH, Stand: 28.03.2017

Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 18.04.2017

Die richtigen Nischen finden

» Nicht börsennotierte Immobilien und Infrastruktur sorgen weiter zu Recht für lebhaftes Anlegerinteresse, besonders in Europa. Aber selektives Vorgehen bleibt unabdingbar. «

Mark G. Roberts
Head of Research & Strategy, Alternatives

IN KÜRZE

Korrelationen zwischen Immobilienmärkten sind weiter rückläufig.

Selektive Chancen bei Mikrostandorten und -segmenten mit guten Aussichten.

Von den Regionen scheint Europa relativ gut positioniert.

Alle Immobilien sind lokal. Seit einigen Jahren wird dieser alte Spruch jedoch häufig von lockeren geldpolitischen Maßnahmen übertüncht. Sinkende Renditeerwartungen für traditionelle Produkte haben die Attraktivität von Alternativen Anlagen, besonders Immobilien und Infrastruktur, deutlich gesteigert.

In den USA wurde die Zinswende bereits eingeläutet. Auch in Europa könnte der Anfang vom Ende der ultralockeren Geldpolitik näher rücken. Vor diesem Hintergrund gehen die Korrelationen zwischen Immobilienmärkten weiter zurück. Künftig dürften sowohl zwischen als auch innerhalb der Regionen Divergenzen auftreten.

Kurz gesagt: Der US-Immobilienzyklus ist schon weit fortgeschritten. Kontinentaleuropa scheint mit Anfangsrenditen über dem weltweiten Durchschnitt relativ gut positioniert. Im asiatisch-pazifischen Raum, wo die Handelspolitik des neuen US-Präsidenten mit Sorge beobachtet wird, bleiben die Bedingungen eher gemischt. Und was Sektoren betrifft, profitiert Logistik weiter vom Trend Online-Handel.

Allgemeine Trends verschleiern aber ebenso viel, wie sie offenbaren. So hängt etwa das Ausmaß des durch das Internet bedingten Wachstums bei Logistikflächen von den bestehenden Internethandelsumsätzen im jeweiligen Markt ab. Die Folgen für traditionelle Immobilien wie Einkaufszentren sind dagegen sehr unterschiedlich, wobei sich erste Adressen mitunter mehr als gut behaupten. Gut konzipierte Objekte am richtigen Ort können sogar davon profitieren, dass mehr Zeit und Geld in Dienstleistungen fließt, die nicht online verfügbar sind, wie Restaurantbesuche, Gesundheitsvorsorge und Fitness.

Jenseits der breiten Trends

2016 erwies sich für US-Gewerbeimmobilien als starkes Jahr. Zumeist überstieg die Nachfrage das Angebot, mit folglich fallenden Leerstandsquoten und steigenden Mieten. Die Preise lagen insgesamt zum Jahresende höher als zu Beginn, sodass die Gesamtrenditen für Core-Immobilien im historischen Schnitt lagen. Aber so langsam ändert sich die Lage. Obwohl die Fundamentaldaten robust und Risiken durch neue Flächen beschränkt sind, zeigen sich in einigen Bereichen Schwächen, besonders im Bürosegment. Da in den USA beinahe Vollbeschäftigung herrscht, dürften kaum neue Arbeitsstellen (und somit zusätzliche Büroflächen) geschaffen werden.

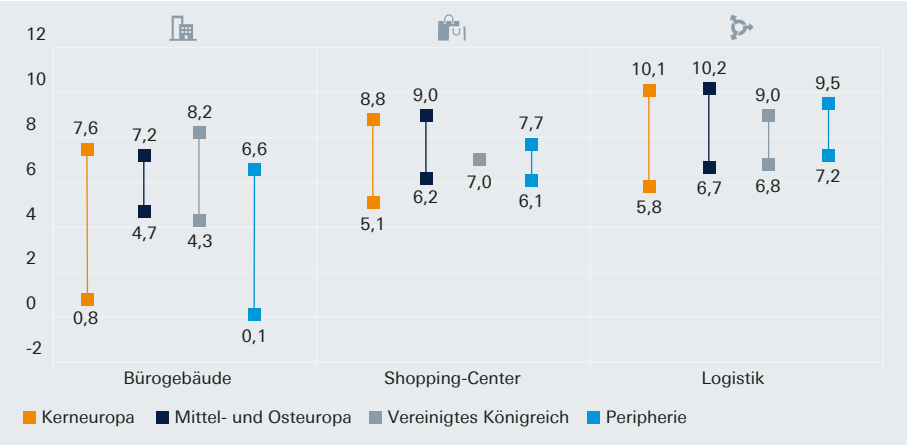
Auch für US-Wohnimmobilien sind die Aussichten etwas gedämpft; es lohnt sich, die Bedingungen vor Ort zu beobachten. Ein wichtiger Faktor ist die Veränderung im Lebensstil vor allem der Millennium-Generation, die jetzt um die 30 Jahre alt ist. In der Phase der Familiengründung könnten städtische Knoten außerhalb der innerstädtischen Geschäftsbezirke profitieren, die ähnliche Annehmlichkeiten wie das Stadtzentrum und eine schnelle Verkehrsanbindung bieten.

Auch für europäische Immobilienanleger bewegten sich in den letzten Jahren die Zuwächse auf außergewöhnlich hohem Niveau. Jetzt könnte sich der Markt allerdings insgesamt etwas beruhigen. Obwohl die Zinsen vielleicht noch nicht ihren Tiefstand erreicht haben und die Mieten ziemlich sicher weiter steigen dürften, könnte in Ländern wie Deutschland jetzt die nächste Phase dieses Zyklus beginnen.

Relativ betrachtet schneiden Immobilien in Europa nach wie vor gut ab, aber die bereits gesunkenen Anfangsrenditen sprechen für mittelfristig nicht mehr ganz so hohe Gesamterträge. Auf kurze Sicht könnten die Renditen zwar noch sinken, auch wegen der noch deutlich niedrigeren Anleihezinsen. Längerfristig wären höhere Realzinsen natürlich ein Thema. Am wichtigsten bleibt weiter die richtige Auswahl von Mikrostandorten und Nischen mit soliden Wachstumsperspektiven, ohne dabei politische Risiken aus den Augen zu verlieren. Auch europäische nicht börsennotierte Infrastruktur ist eine Überlegung wert. Hier scheint ein vernünftiger Aufschlag gegenüber Staatsanleiherenditen möglich. Aktives Asset-Management kann zusätzlich Wert schaffen.

Total Return erstklassiger europäischer Immobilien nach Sektor und Region

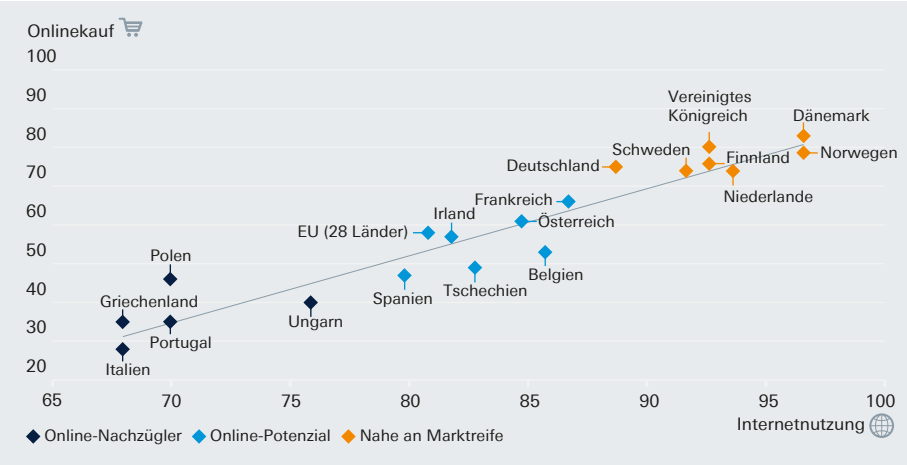
Auch innerhalb Europas schwankt der erwartete Total Return zwischen Sektoren und Regionen beträchtlich.



Quelle: RREEF Management LLC, Stand 12/2016; Anm.: Abgebildet ist der Bereich für den Markt mit der besten und schlechtesten Performance in jeder Region in % p.a. für 2017-2021

Online-Spitzenreiter ggü. Online-Nachzüglern

Bei der Beurteilung der Auswirkungen des Internethandels ist der Reifegrad eines Landes zu beachten.



Quelle: Eurostat, Stand: 12/2016; Anm.: Die x-Achse zeigt den Anteil der Verbraucher, der im letzten Jahr das Internet genutzt hat; die y-Achse zeigt den Anteil der Verbraucher, der im letzten Jahr das Internet für Einkäufe genutzt hat.

Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und nicht für jedes Portfolio verfügbar. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 18.04.2017

Leichte Quellwolken

» Ungewöhnlich hohe politische Unsicherheit auf beiden Seiten des Atlantiks. Und trotzdem geringe Volatilität an den Finanzmärkten. Wie passt das zusammen? «

Christian Hille
Head of Multi Asset

Nach den überraschenden Wahlergebnissen des letzten Jahres und im Vorgriff auf weitere politische Risiken wie die französischen Präsidentschaftswahlen erweisen sich die Finanzmärkte als ungewöhnlich robust. Diese erstaunliche Tatsache ist auch einigen der weltweit wichtigsten Zentralbanker nicht entgangen.

Wie etwa die Bank of England in der jüngsten Veröffentlichung ihres Financial Policy Committee anmerkte, „scheint sich das hohe Maß an Unsicherheit in vielen Industrieländern nicht vollständig in den Kursen (...) oder in der tatsächlichen Marktvolatilität, die gedämpft bleibt, niederzuschlagen."

Taktisches Management gibt den Ausschlag

Auch die implizite Aktienmarktvolatilität bleibt trotz gelegentlicher vorübergehender Schwankungen niedrig. Gleichzeitig erscheinen die Aktienbewertungen, vor allem in den Vereinigten Staaten, unverändert hoch, und die Positionierung vieler Anleger nicht gerade vorsichtig.

Vor diesem Hintergrund stellen sich zwei Fragen: Die einfachere behandelt die Positionierung unserer Multi-Asset-Portfolios. Die Volatilität verharrt auf historisch niedrigem Niveau und bietet unverändert Chancen für lange Derivategeschäfte, um von als unwahrscheinlich angesehenen Ereignissen zu profitieren. Unsere Prognosen reflektieren für viele Assetklassen nur moderate Total-Return-Aussichten. Die Makrodaten sind derzeit relativ positiv, trotz erster Anzeichen überzogener Erwartungen bei den Indikatoren wirtschaftlicher Überraschungen. So sehen wir auf Jahressicht ausgehend vom aktuellen Niveau für Aktien Gewinne nur im mittleren einstelligen Bereich. Direktional versuchen wir, das Gesamtrisiko im Lauf des Quartals zu reduzieren.

Dies impliziert jedoch nicht eine sofortige Risikoverringerung. Stattdessen handeln wir konträr, um taktische Anpassungen vorzunehmen. Weiterhin robuste Märkte machen eine gewisse Korrektur umso wahrscheinlicher. Auf eine derartige Korrektur würden wir mit Zukäufen reagieren. Besonders Europa könnte sich als gut positioniert erweisen, wenn politische Risiken weiter schwinden.

Hier den richtigen Zeitpunkt zu finden ist natürlich nie leicht. Dies bringt uns zur zweiten und schwierigeren Frage, die sich auf die längerfristig erwartete Volatilität bezieht.

Relativ ruhig – vorerst

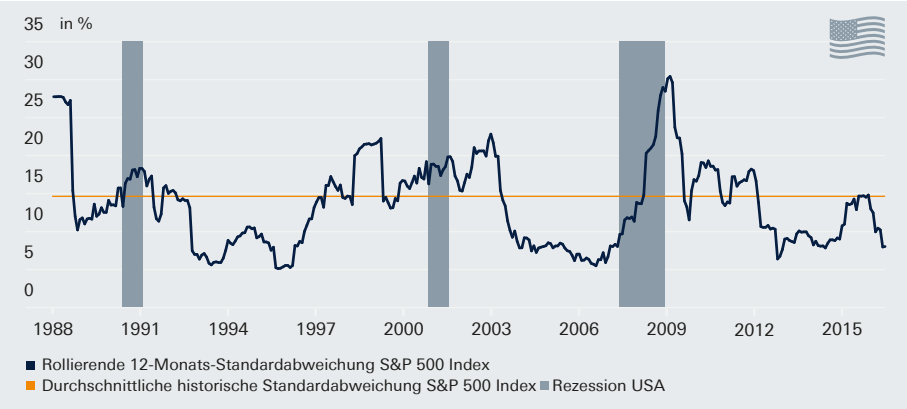
Bei der tatsächlich realisierten Volatilität an den Aktienmärkten und verwandten Segmenten ist in den letzten Jahren ein deutlicher Abwärtstrend zu beobachten. Eine plausible Erklärung

hierfür liefert die Geldpolitik. Investoren haben sich daran gewöhnt, dass die Zentralbanken bei Marktturbulenzen eingreifen. Dies führte zu historisch niedrigen Zinsen und hohen Aktienmarktbewertungen – wodurch das künftige Ertragspotenzial zwangsläufig geschmälert wird. Unmittelbar nach der ersten Zinserhöhung der Fed ist die Volatilität an den Anleihemärkten bereits gestiegen.

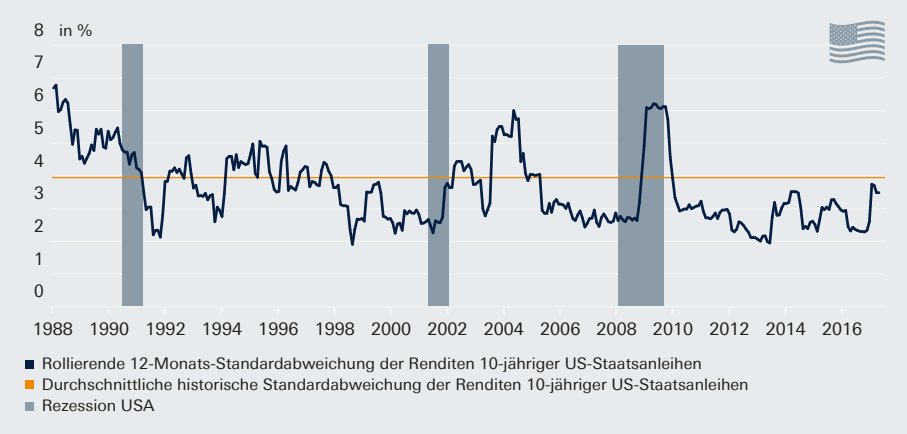
Somit dürften die Staatsanleiherenditen vorerst, wenn auch moderat, steigen, sobald die Zentralbanken die ersten Schritte zum Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik einleiten. Unternehmensanleihen dürften unterstützt bleiben, da die Renditejagd unvermindert anhält. Liquidität ist nach wie vor der Schlüssel zum Erfolg; deshalb bevorzugen wir eine Barbell-Strategie bei festverzinslichen Anleihen mit erhöhter Cash-Allokation auf der einen Seite und höher rentierlichen Anlagen wie Schwellenländer-Anleihen auf der anderen.

Aus längerfristiger Sicht ist die Tatsache, dass sich Zentralbanker selbst über die von ihnen mitverursachte niedrige Volatilität wundern, kaum positiv zu deuten. Die Anlegernachfrage nach Ertragswerten dürfte die höhere Volatilität sicherlich etwas ausgleichen. Niedrige Volatilität liefert außerdem kaum taktische Hinweise. Sie könnte Anleger dazu veranlassen, entweder zu früh konträr zu handeln – oder zu spät, mit ernsthaften Auswirkungen auf das Portfoliorisiko. Dabei darf nie vergessen werden, dass weder Zentralbanken noch andere politische Entscheidungsträger Risiko auf alle Zeit beseitigen können.

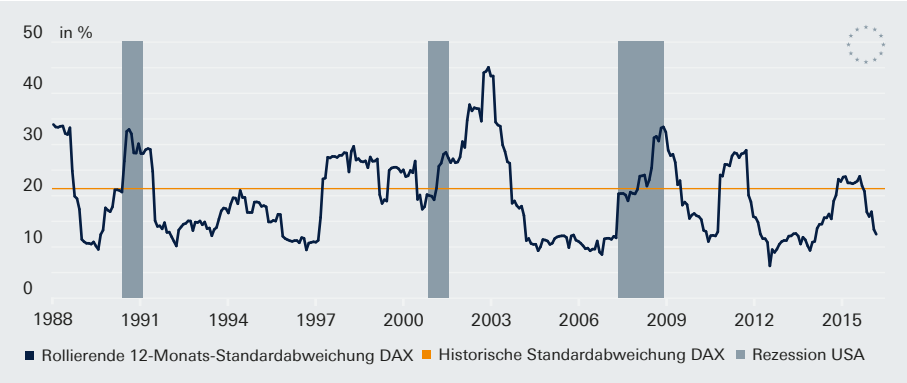
Volatilität bleibt an den US-Aktienmärkten niedrig, ...



... ist aber bei US-Staatsanleihen schon gestiegen



In Europa bleibt die Aktienmarktvolatilität niedrig



Quellen: FactSet Research Systems Inc., Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand 02/2017

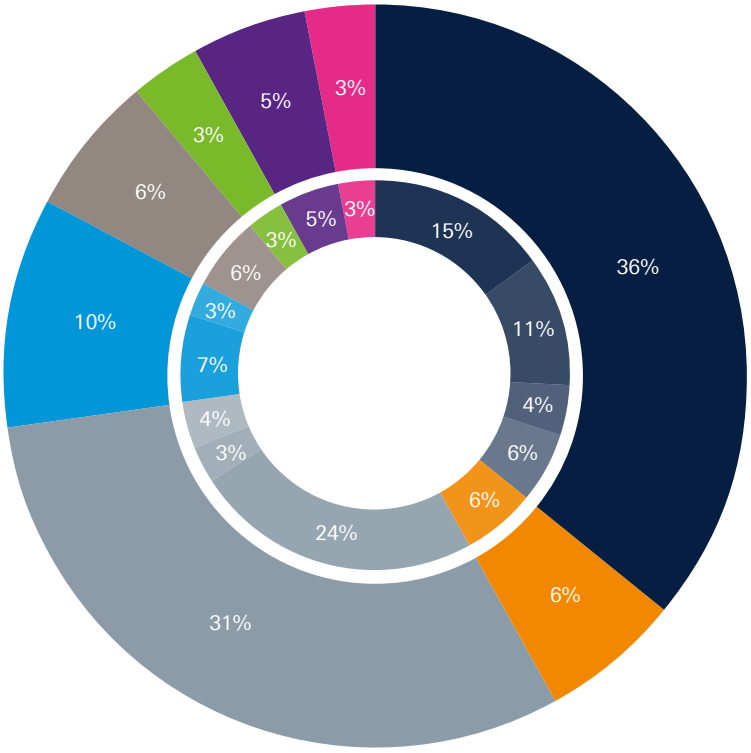
Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 18.04.2017

Wir werden etwas vorsichtiger

» Aktienengagement wird leicht zurückfahren; bei Anleihen bevorzugen wir höher verzinsliche Anlagen. «

Nach dem guten Jahresbeginn sind die Total-Return-Erwartungen insgesamt begrenzt. Aufgrund hoher Bewertungen sind vorübergehende Korrekturen wahrscheinlich. Bei einem leicht reduzierten Aktienengagement favorisieren wir Europa und Schwellenländer. Bei festverzinslichen Anlagen empfehlen wir unverändert kurze Duration. Staatsanleihen bleiben untergewichtet, allerdings etwas weniger stark, weil wir nur mit einem langsamen Ansteigen der Zinsen rechnen. Festverzinsliche Unternehmensanleihen dürften gut unterstützt bleiben, aber das Spreadumfeld muss im Licht diverser Zentralbankkommentare genau beobachtet werden. Wir empfehlen eine Barbell-Strategie mit höheren Allokationen in liquiden festverzinslichen und höher rentierlichen Anlagen, besonders von Schwellenländern.

Bei Rohstoffen sehen wir zyklische Titel positiv und aus Multi-Asset-Sicht Gold als wertvolle Diversifizierung.



Industrieländeraktien	
USA	15%
Europa	11%
Japan	4%
Aktien Global Style	6%
Schwellenländeraktien	
Schwellenländeraktien	6%
Fixed Income: Unternehmensanleihen	
Euro Investment Grade	24%
US Investment Grade	0%
Euro-Hochzinsanleihen	3%
US-Hochzinsanleihen	4%
Fixed Income: Staatsanleihen	
Staatsanleihen Eurozone	7%
US-Staatsanleihen	3%
Fixed Income: Anleihen Schwellenländer	
Schwellenländer (in Hartwährung)	6%
Wandelanleihen (Euro-abgesichert)	
Wandelanleihen	3%
Rohstoffe	
Rohstoffe	5%
Alternative Anlagen	
Alternative Anlagen	3%

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: 29.03.2017

Eitel Sonnenschein?

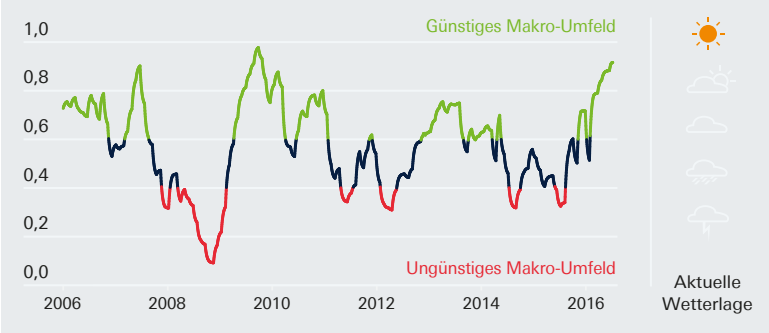
» Insgesamt signalisieren die Indikatoren ein konstruktives Bild, aber Unsicherheiten bleiben. «

Das aktuelle Finanzmarktumfeld zeigt ein überwiegend freundliches Bild. Unsere Multi-Asset-Indikatoren reflektieren das. Besonders positive Signale kommen von der makroökonomischen Seite. Gestützt durch starke Fundamentaldaten steigt der Makro-Indikator seit Herbst 2016 stetig an und lässt durch seine nach wie vor hohen Werte eine konstruktive makroökonomische Ausgangslage erkennen. Die nach der US-Wahl beobachtbare Euphorie wurde kürzlich leicht gemindert, da Zweifel an der zeitnahen Umsetzung der Politik des amerikanischen Präsidenten Trump aufgekommen sind.

Dies spiegelt sich auch im Verlauf des Risiko-Indikators wider. Der war kontinuierlich gestiegen, ist aber am aktuellen Rand leicht gesunken. Er befindet sich jedoch immer noch auf einem hohen Niveau. Bei einem Blick auf den Surprise-Indikator zeigt sich, dass die Datenveröffentlichungen gegenüber dem Analystenkonsens zuletzt in Europa tendenziell negativ überrascht haben. Dagegen bleiben die Überraschungen der Daten in den USA und Asien stabil positiv. Insgesamt zeichnen die drei Indikatoren ein positives Gesamtbild, trotz leichten Rücksetzern von Risiko- und Surprise-Indikator.

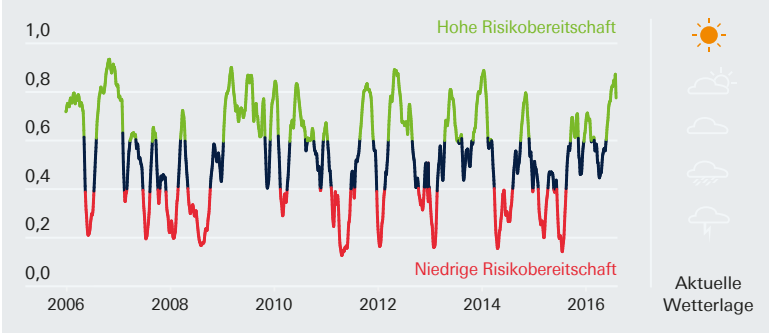
Makro-Indikator

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



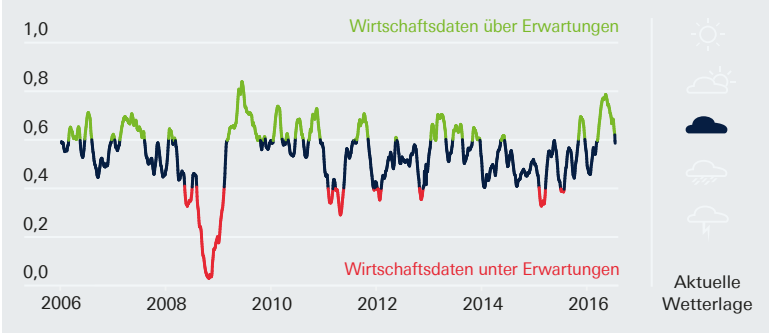
Risiko-Indikator

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



Surprise-Indikator

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



Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 24.03.2017

Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragserwartungen erfüllt werden. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 18.04.2017

Weiter auf Kurs

Das globale Wirtschaftswachstum sehen wir unverändert; lediglich für die Eurozone und das Vereinigte Königreich korrigieren wir den Ausblick leicht nach oben. Die Geldpolitik dürfte weiter divergieren. Die US-Notenbank dürfte zwei bis drei Zinserhöhungen in den nächsten zwölf Monaten anpeilen. Die Zentralbanken in Japan und der Eurozone werden ihre ultralockere Geldpolitik dagegen wohl beibehalten; frühestens in der zweiten Jahreshälfte könnte die EZB den allmählichen Ausstieg aus ihrem QE-Programm signalisieren. Die politischen Ereignisse in Europa und mögliche protektionistische Maßnahmen in den USA werden wir genauestens verfolgen. Staatsanleihezinsen dürften parallel zu globalem Wachstum und Inflation ansteigen, aber nur leicht. US-Unternehmen sollten von unternehmerfreundlichen Maßnahmen in den USA wie Deregulierung und Steuersenkungen profitieren.

Makro | Konstruktives Umfeld

BIP-Wachstum in % (zum Vorjahr)

Region	2017P		2018P
USA	2,2	↗	2,4
Eurozone	1,5	↘	1,4
Vereinigtes Königreich	1,6	↘	1,3
Japan	1,1	↗	1,6
China	6,3	→	6,3
Welt	3,5	↗	3,7

Haushaltsdefizite in % des BIP

Region	2017P		2018P
USA	3,3	↗	3,6
Eurozone	1,6	→	1,6
Vereinigtes Königreich	3,5	↗	3,6
Japan	5,2	↘	5,0
China	3,4	↘	3,2

Inflation in % (zum Vorjahr)

Region	2017P		2018P
USA[1]	1,9	↗	2,0
Eurozone	1,7	↘	1,5
Vereinigtes Königreich	2,5	→	2,5
Japan	0,7	↗	1,0
China	2,4	↗	2,5

Leistungsbilanz in % des BIP

Region	2017P		2018P
USA	–2,9	↘	–3,1
Eurozone	2,9	↘	2,7
Vereinigtes Königreich	–4,5	↗	–3,5
Japan	3,2	→	3,2
China	2,2	↗	2,4

Leitzinsprognosen in %

Region	Aktuell*		März 2018P
USA	0,75–1,00	↗	1,50–1,75
Eurozone	0,00	→	0,00
Vereinigtes Königreich	0,25	→	0,25
Japan	0,00	→	0,00
China	4,35	→	4,35

Rohstoffe in US-Dollar

	Aktuell*		März 2018P
Rohöl (WTI)	51	↗	58
Gold	1.249	↘	1.200
Kupfer (LME)	5.838	↗	6.200

WTI = West Texas Intermediate
LME = London Metal Exchange
P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 23.03.2017
* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 31.03.2017
[1] Kernrate private Konsumausgaben (PCE), Dez/Dez in % (kein Durchschnitt wie bei den anderen Zahlen)
Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 31.03.2017

Niedrigere Ausfallquoten und die Jagd nach Rendite kommen Hochzinsanleihen, vor allem in den USA und in Europa, zugute, Investment-Grade-Anleihen erscheinen angesichts der lockeren Geldpolitik und des begrenzten Angebots gut positioniert. Schwellenländer-Anleihen könnten wiederum von leicht fallenden Renditeaufschlägen profitieren. Aktien sehen wir unverändert positiv und würden Kursrücksetzer zum Kauf nutzen. Nach dem starken Jahresauftakt ist der Spielraum nach oben jedoch begrenzt. Wir setzen vor allem auf Europa, das nach den Wahlen in Frankreich zulegen könnte. Der US-Dollar erscheint derzeit angesichts des höheren US-Wachstums und der höheren US-Zinsen gut unterstützt. Den Wechselkurs EUR/USD sehen wir bei pari, könnten diese Einschätzung aber eventuell revidieren müssen, falls sich die politischen Risiken in Europa abmildern.

Anleihen | Moderater Zinsanstieg

	Aktuell*		März 2018P
USA			
US-Staatsanleihen (10 Jahre)	2,39%	↗	3,00%
US-Kommunalanleihen	95%	→	96%
US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen	112 bp	↘	100 bp
US-Hochzinsanleihen	383 bp	→	400 bp
Besicherte Anleihen: Mortgage Backed Securities[1]	87 bp	↗	105 bp
Europa			
Deutsche Bundesanleihen (10 Jahre)	0,33%	↗	0,80%
UK-Staatsanleihen (10 Jahre)	1,14%	↗	1,75%
EUR Investment-Grade-Unternehmensanleihen[2]	126 bp	↘	100 bp
EUR Hochzinsanleihen[2]	348 bp	↗	375 bp
Besicherte Anleihen: Pfandbriefe	58 bp	↗	75 bp
Italienische Staatsanleihen (10 Jahre)[2]	198 bp	↘	180 bp
Asien-Pazifik			
Japanische Staatsanleihen (10 Jahre)	0,07%	→	0,00%
Asiatische Unternehmensanleihen	220 bp	↗	235 bp
Global			
Schwellenländer-Staatsanleihen	306 bp	→	300 bp
Schwellenländer-Unternehmensanleihen	306 bp	↘	290 bp

Währungen

	Aktuell*		März 2018P
EUR vs. USD	1,07	↘	1,00
USD vs. JPY	111,39	↗	120
EUR vs. GBP	0,85	↘	0,813
GBP vs. USD	1,26	↘	1,23
USD vs. CNY	6,89	↗	7,10

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 23.03.2017; bp = Basispunkte
* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 31.03.2017
[1] Spread Current Coupon vs. 7-jährige US-Staatsanleihen
[2] Spread bezogen auf deutsche Bundesanleihen
Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 31.03.2017

Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 18.04.2017

Aktien | Nicht ohne Grund teuer

Aktienmärkte (Indexstand in Punkten)	Aktuell*		März 2018P	Total Return (erwartet)**			
			Prognose	in %	Erwartetes Gewinnwachstum	Einfluss KGV-Veränderung	Dividendenrendite
USA (S&P 500 Index)	2.363	↗	2.400	3,9	12%	–9%	2,3%
Europa (Stoxx Europe 600 Index)	381	→	380	3,3	11%	–10%	3,6%
Eurozone (Euro Stoxx 50 Index)	3.501	↗	3.500	3,6	10%	–9%	3,6%
Deutschland (Dax)[1]	12.313	→	12.600	2,3	7%	–8%	2,9%
Vereinigtes Königreich (FTSE 100 Index)	7.323	↗	7.300	3,8	15%	–13%	4,1%
Schweiz (Swiss Market Index)	8.659	→	8.300	-0,8	5%	–8%	3,4%
Japan (MSCI Japan Index)	905	↗	950	7,5	13%	–7%	2,4%
MSCI Emerging Markets Index (USD)	958	↗	1.000	7,0	12%	–8%	2,6%
MSCI AC Asia ex Japan Index (USD)	582	↗	600	5,6	12%	–8%	2,5%
MSCI EM Latin America Index (USD)	2.611	↗	2.650	4,2	19%	–15%	2,7%

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 23.03.2017
* Quellen: Bloomberg Finance L.P., FactSet Research Systems Inc.; Stand: 31.03.2017
** Erwarteter Total Return enthält gegebenenfalls Zinsen, Dividenden und Kursgewinne.
[1] Performance-Index (enthält Dividenden)
Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 31.03.2017

Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 18.04.2017

Das Chief Investment Office …

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

… ist zentraler Bestandteil des Investmentprozesses der Deutschen Asset Management

… 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 Management[1]…

… gehört mit einem verwalteten Vermögen von rund 706 Milliarden Euro (Stand 31. Dezember 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.

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.

Bank of England (BoE) – Zentralbank des Vereinigten Königreichs Großbritannien und Nordirland mit Sitz in London.

Bank of Japan (BOJ) – Japans Zentralbank.

Barbell-Strategie – Strategie, bei der man Vermögenswerte mit mittlerem Ertrags-/Risikoprofil vermeidet und stattdessen auf die Extreme setzt.

Brexit – Kunstwort bestehend aus Britain und Exit zur Beschreibung eines möglichen Ausscheidens Großbritanniens aus der EU.

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

Bruttoinvestitionen – Summe aller Anlageinvestitionen (Ausrüstungsinvestitionen, Bauinvestitionen, sonstige Anlagen) und Vorratsinvestitionen.

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.

Europäische Zentralbank (EZB) – Zentralbank der Eurozone.

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

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

Internationaler Währungsfonds (IWF) – Sonderorganisation der Vereinten Nationen, die die internationale Zusammenarbeit in der Währungspolitik und stabile Wechselkurse fördert.

Investment-Grade-Anleihen (IG-Anleihen) – Englischer Oberbegriff für Ratings von Anleihen bester bis mittlerer Bonität.

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.

Produktivität – Verhältnis von erzeugten Gütern und Dienstleistungen zu den eingesetzten Produktionsfaktoren (wie Arbeit und Kapital).

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

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

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

Schwellenländer – Länder auf dem Weg zur Industrialisierung.

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

Tapering – Das Zurückfahren des Ankaufs von Wertpapieren durch die Notenbank.

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.

Trump-Rallye – Geläufige Bezeichnung für die starken Vermögenspreisbewegungen in den Wochen und Monaten nach der US-Wahl im November 2016.

US Federal Reserve (Fed) – Zentralbank der USA.

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

Zinsstrukturkurve – Stellt die Zinssätze von Anleihen mit verschiedenen Laufzeiten graphisch dar.

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. Zeitzonenunterschiede 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 Direktive 2004/39/EC Anhang II) geeignet. Es kann keine Garantie gegeben werden, dass das Anlageziel eines Hede 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 Zusicherung 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.

© April 2017 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.

© April 2017 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

016 10290 14 001, Stand: 04/2017