

# CIO View



## Negativzinsen

Folgen und Nebenwirkungen für die Wirtschaft



# Neun Positionen

## Unsere wichtigsten Prognosen

Die Industrieländer bleiben auf moderatem Wachstumskurs.



\* Reales Wachstum 2016: Deutsche AM-Prognose vom 17.03.2016

Die US-Leitzinsen dürften moderat steigen.



\* Stand März 2017: Deutsche AM-Prognose vom 17.03.2016

Die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of Japan (BOJ) bleiben auf Lockerungskurs.



Der US-Dollar legt gegenüber Euro und Yen weiter zu.



Aktienmärkte werden 2016 schwankend seitwärts tendieren.



Öl bleibt volatil, legt tendenziell aber bis Jahresende zu.



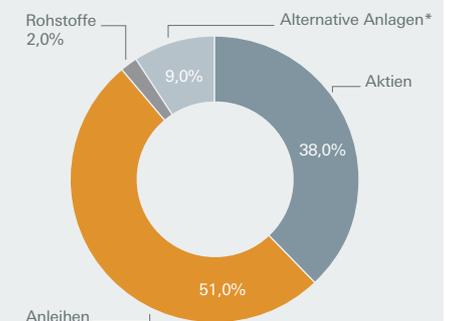
Die Brexit-Diskussionen belasten britische Vermögensklassen.



Gold sehen wir schwächer tendieren.



Vermögensaufteilung unseres ausgewogenen Portfolios:



\* Alternative Anlagen sind nicht für jeden Anleger geeignet.

Wichtige Begriffe erläutern wir in unserem Glossar.

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 sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es wird keine Garantie dafür übernommen, dass Prognosen und Ziele tatsächlich eintreffen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.03.2016

Letter to investors

# Kein Jahr wie jedes andere

Die Wähler der westlichen Welt stellen zunehmend etablierte Institutionen und Werte in Frage. Das zwingt auch die Finanzbranche zum Handeln.

Politischen Börsen werden kurze Beine nachgesagt. Im laufenden Jahr könnten sie jedoch eine unangenehme Länge entwickeln. Die Politik bestimmt global die Schlagzeilen: Chinas Staatspräsident Xi Jinping stellt derzeit klar, dass sich jede weitere Marktliberalisierung dem Primat der Politik zu beugen hat. Russland schwankt zwischen außenpolitischem Gestaltungswillen und eingeschränkter Handlungsfähigkeit als Resultat niedriger Ölpreise. Letztere verschärfen auch den Ton im ohnehin wieder unruhigeren Nahen Osten, in dem sich etwa die türkische Staatsspitze einen Umgang mit

Opposition und Presse erlaubt, der sie unter normalen Umständen noch weiter von der EU entfernt hätte. Aufgrund der Migrationskrise sind die Zeiten aber auch in Europa nicht normal, und die seit der Finanzkrise anschwellende Unzufriedenheit großer Schichten mit dem politischen Establishment gedeiht weiter. Neben der Erstarkung rechter Parteien macht die Parteienzersplitterung die Regierungsbildung in vielen Ländern schwierig. Die Krone setzt dem Ganzen ein gar nicht mehr so unwahrscheinlicher Brexit auf. Auf der anderen Atlantikseite hat, gelinde gesagt, wohl die Mehrheit der verbleibenden Präsidentschaftskandidaten das Zeug, das In- und Ausland zu überraschen, während in Brasilien die Regierung sich und ihr Erbe gerade selbst demontiert. Insgesamt macht sich im Westen eine besorgniserregende Anti-Stimmung bemerkbar. Die „Wut des weißen Mannes“<sup>1</sup> nennen die Amerikaner dieses Phänomen.

Für Vermögensverwalter bedeutet dies meiner Meinung nach mehr als nur einen Risikoabschlag auf die eigenen Prognosen vorzunehmen. Es bedeutet auch, sich darüber Gedanken zu machen, inwieweit wir unseren Beitrag dazu leisten können, den unerfreulicheren dieser Tendenzen entgegenzuwirken. Da gibt es

// Vermögensverwalter müssen sich den aktuellen politischen Fragen stellen. //

einige Möglichkeiten, aber umfassen sie auch die Anlagepolitik? Wir denken schon. Über unseren ESG-Prozess (Environment, Social, Governance) fällen wir bereits heute Investitionsentscheidungen, die auf Nachhaltigkeit basieren und nicht die kurzfristige Rendite als alleiniges Entscheidungskriterium zulassen. Wenn wir daran mitwirken wollen, dass der Glaube in die gesellschaftlichen Institutionen nicht weiter erodiert, müssen wir auch dar-

auf achten, dass sich die Firmen in unseren Portfolios nicht nur an den Wortlaut, sondern auch an den Sinn bestehender Gesetze

halten. Auch sollte sich unsere Industrie überlegen, ob sie reflexhaft stets jene politischen Kräfte unterstützt, die der Wirtschaft die größten Geschenke versprechen. Genauso wenig darf auch unsere Branche ihren Kunden zu viel versprechen.

Was heißt das in einem solchen volatilen Anlagejahr, in dem wir wenig, aber von Anleihen noch die höchsten risikoadjustierten Renditen erwarten? Es heißt, den Kunden gewähren zu lassen, wenn er sich derzeit mit einer höheren Kasse besser fühlt. Damit verlieren wir vielleicht kurzfristig Gebühren, gewinnen aber langfristig zufriedene Kunden.



Stefan Kreuzkamp,  
Chief Investment  
Officer

<sup>1</sup> Kimmel, M.: Angry White Men: Die USA und ihre zornigen Männer. Orell Füssli Verlag; September 2015

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 sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es wird keine Garantie dafür übernommen, dass Prognosen und Ziele tatsächlich eintreffen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 23.03.2016

## Fokus

# Parkgebühren auf das Geld

Die Europäische Zentralbank hat das Zinsniveau weiter gesenkt.  
Dies hat Folgen für Realwirtschaft und Währung.

Ein Postulat innerhalb der ökonomischen Lehre ist, dass Menschen den Wert heutiger Güter höher schätzen als den Wert künftiger Güter. Aus dieser Zeitpräferenz des Konsums ergibt sich, dass die Sparer für ihren Konsumverzicht einen positiven realen Zins fordern. Gezahlt werden kann dieser von den Kreditnehmern nur, wenn sie Investitionen tätigen, die zu realem Wirtschaftswachstum und damit zu realen Gewinnen führen. Fällt der reale Zins auf null Prozent, werden auch Investitionen interessant, die kein Wachstum bringen. Werden sie negativ, können sich im Prinzip sogar verlustbringende Investitionen rechnen.

Kapital, also investiertes Geld, kann dann so eingesetzt werden, dass das reale Bruttoinlandsprodukt schrumpft. Dennoch hat die EZB ihren Einlagenzins im März 2016 um weitere zehn Basispunkte auf -0,4 Prozent gesenkt. Zudem bietet sie Banken im Rahmen von Tendergeschäften (TLTRO II) mit vier Jahren Laufzeit erstmals die Möglichkeit der Refinanzierung zu negativen Zinsen. Je stärker die Banken ihre Kredite an die Unternehmen erhöhen, umso mehr nähert sich der Zins für den Tender dem Einlagenzinssatz von minus 0,4 Prozent an.

Ziel dieser Maßnahmen ist es, das Zinsniveau unter die derzeit niedrige Inflationsrate zu drücken. In den 70er Jahren gelang dies bereits. Die Zinsen waren damals nominal zwar positiv, aber aufgrund der höheren Inflationsrate real längere Zeit negativ. Sparer mussten damit Kaufkraftverluste auf Geld und Anleihen hinnehmen. Damit ist die damalige Zinssituation im Hinblick auf das reale Zinsniveau vergleichbar mit der heutigen.

## Die Folgen negativer Zinsen

Unterschiedlich sind die Gründe. Auslöser für die Wachstumsschwäche in den 70er Jahren war der Anstieg des Ölpreises. Die Notenbanken milderten den Angebotsschock durch eine expansive Geldpolitik. Der Geldmengenanstieg führte bei stabiler Umlaufgeschwindigkeit zu einem Inflationsanstieg. Die aktuelle Wachstumsschwäche wurde dagegen durch hohe Schulden und Kreditausfälle ausgelöst, die zu Nachfragerückgängen führten. Die Federal Reserve (Fed) und andere Notenbanken dehnten zwar die Geldmenge aus. Doch die Geldumlaufgeschwindigkeit sank, da Unternehmen und Haushalte aus Angst ihre Kassenhaltung erhöhten. Folge der Geldhortung: Die Inflationsrate ging deutlich zurück und wurde teilweise auch negativ.

Damit erinnert die aktuelle Situation an Krisen in einem deflationären Umfeld vor dem ersten Weltkrieg oder von 1929 bis 1933. Der Ökonom Silvio Gesell dachte entsprechend schon vor rund 100 Jahren darüber nach, wie die Menschen dazu gebracht werden können, ihr Geld auszugeben anstatt es zu horten und damit Wachstumsschwäche und Deflation zu verursachen. Seine Idee war Schwundgeld, also Geld, das während der Laufzeit an Wert verlor. Das wurde auch schon einmal ausprobiert. 1932 führte

die Gemeinde Wörgl in Österreich Bargeld ein, das monatlich ein Prozent an Wert einbüßte. Das lokale Experiment schien erfolgversprechend. Dank der hohen Umlaufgeschwindigkeit des Wörgler Schillings, sank die Arbeitslosenrate, und die Wirtschaft blühte – bis Gerichte auf Druck der österreichischen Nationalbank ein Verbot erzwangen.

Heute, in einer international verzahnten, globalen Wirtschaft, ist die Einführung eines regionalen Schwundgelds unrealistisch. Damit rücken höhere negative nominale Zinsen in den Fokus der ökonomischen Diskussion. Allerdings besteht die Gefahr, dass die Sparer ihr Geld von den Bankkonten abziehen und zu Hause horten, sobald ihnen die negativen Zinsen tatsächlich verrechnet werden. Die Kassenhaltung würde dann steigen und die Umlaufgeschwindigkeit fallen. Ein Ausweg wäre die Abschaffung des Bargelds – eine Diskussion, die derzeit eher noch hypothetischen Charakter hat. Dennoch könnte dies bei einer fortdauernden Wirtschaftsschwäche Realität werden – wobei wohl noch zahlreiche rechtliche und praktische Hürden zu überwinden wären.

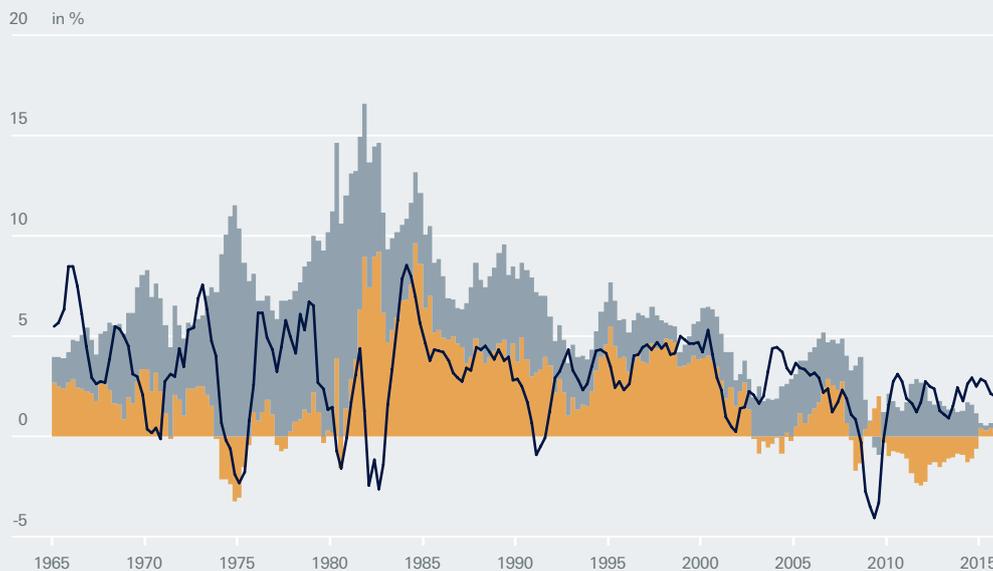
## Die Risiken negativer Zinsen

Doch selbst, wenn es so kommt, sollten die Zentralbanken mit der neuen Möglichkeit, das Geld auf dem Konto schrumpfen zu lassen, vorsichtig umgehen. Die Hoffnung ist, dass die Kombination aus steigender Geldmenge und höherer Umlaufgeschwindigkeit zu mehr Nachfrage führt. Offen ist, ob sich dies so einfach dosieren und steuern lässt. Nominal negative Zinsen könnten zu einem sprunghaften Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit und damit zu einem kräftigen Inflationsanstieg über das erwünschte Maß hinaus führen.

Hinzu kommt, dass negative Zinsen zu einer höheren Risikoneigung der Investoren – also zu Umschichtungen in Aktien, Hochzinsanleihen und Immobilien – führen. Privathaushalte und Unternehmen dürften zusätzlich in einem Umfeld negativer nominaler Zinsen ihre Kredite deutlich ausdehnen. Wollten dann die Notenbanken diese Entwicklung über eine restriktive Geldpolitik stoppen, drohte aufgrund aufgeblähter Aktien- und Immobilienpreise sowie des weiter gestiegenen Schuldenniveaus die nächste Schuldenkrise. Die Notenbanken müssten dann schnell zurückrudern – und hätten noch deutlich weniger Handlungsspielraum als zu Beginn der letzten Krise.

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 sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es wird keine Garantie dafür übernommen, dass Prognosen und Ziele tatsächlich eintreffen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 31.03.2016

## Reales Zinsniveau und Wachstum in den USA

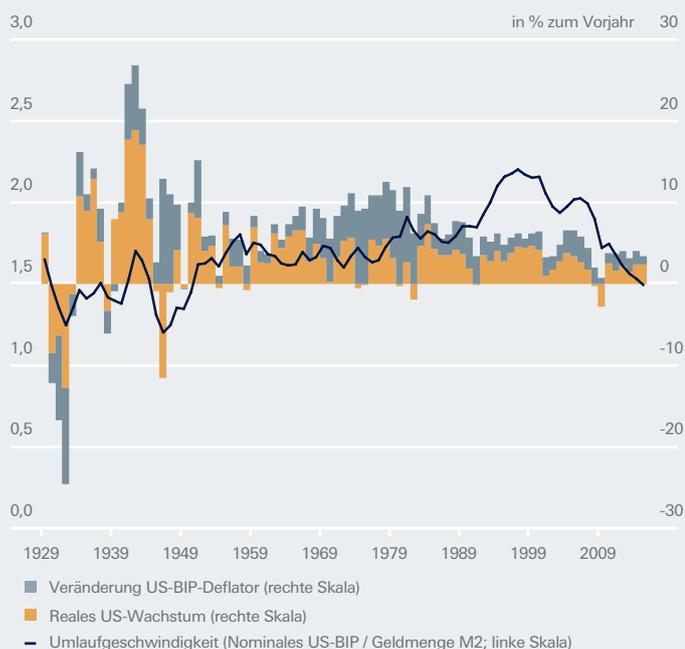


Den vom Ölpreis induzierten Angebotsschock bekämpfte die Fed in den 70er Jahren mit negativen Realzinsen und Geldmengenausweitung. Trotz steigender Inflation kam es zur Rezession. Die 2007 durch hohe Schulden ausgelöste Finanzkrise mit nachfolgender Nachfrageschwäche bekämpfte die Fed mit den gleichen Mitteln. Das Ergebnis sind ein weiterhin geringes Wachstum und zu niedrige Inflation.

■ US-Inflationsrate zum Vorjahr<sup>1</sup>  
 ■ Reale Rendite bei zweijährigen Staatsanleihen<sup>2</sup>  
 — Reales Wachstum zum Vorjahr<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Preisindex für persönliche Konsumausgaben  
<sup>2</sup> inflationsbereinigt mit dem Preisindex für persönliche Konsumausgaben  
 Quelle: Thomson Reuters Datastream;  
 Stand: 03/2016

## Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes



In den USA stieg die Geldmenge M2 in den 70er Jahren schneller als das nominale Bruttoinlandsprodukt (BIP). Bei wenig veränderter Umschlaghäufigkeit kam es zu Inflationsanstieg. Die Fed weitete auch ab 2008 die Geldmenge deutlich aus. Allerdings fiel die Umlaufgeschwindigkeit auf ein Niveau, das nach dem Ausbruch der Weltwirtschaftskrise, also in den 30er Jahren, zu beobachten war. Das Ziel der Inflationserhöhung scheiterte entsprechend nach 2008.

Quellen: Federal Reserve Board, Bureau of Labor Statistics, Monetary Statistics of the United States, MeasuringWorth.com, Bureau of Economic Analysis; Stand: 03/2016



### Deutsche Bundesanleihen (2 Jahre)

Die EZB sorgt mit weiteren Aufkäufen von Staatsanleihen und mit niedrigen Leitzinsen weiterhin für negative nominale Anleiherenditen.

**-0,40%\*** (März 2017)

\* Deutsche AM-Prognose vom 17.03.2016

// Sollten negative Schocks den konjunkturellen Ausblick verschlechtern und die Inflationserwartungen weiter schwach bleiben, gehört eine Zinssenkung weiterhin zum verfügbaren Arsenal. //

Peter Praet, Mitglied des Direktoriums der EZB, am 18. März 2016, Interview mit La Repubblica



### Eurozone (Inflation)

Trotz der ultralockeren Geldpolitik der EZB bleibt die Inflation in der Eurozone in diesem Jahr wahrscheinlich niedrig. Die Hoffnung richtet sich jetzt auf 2017.

**0,30%\*** (2016)

\* Deutsche AM-Prognose vom 17.03.2016

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 sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es wird keine Garantie dafür übernommen, dass Prognosen und Ziele tatsächlich eintreffen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 31.03.2016

# Das große Bild

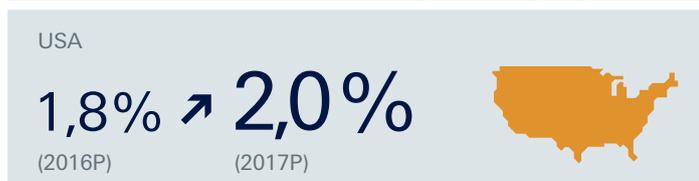
## Unsere strategischen Prognosen

// Wir erwarten 2016 nur moderate Renditen, bei gleichzeitig hoher politischer Unsicherheit und Marktvolatilität. Risikobereinigt spricht das eher für Anleihen als für Aktien. //

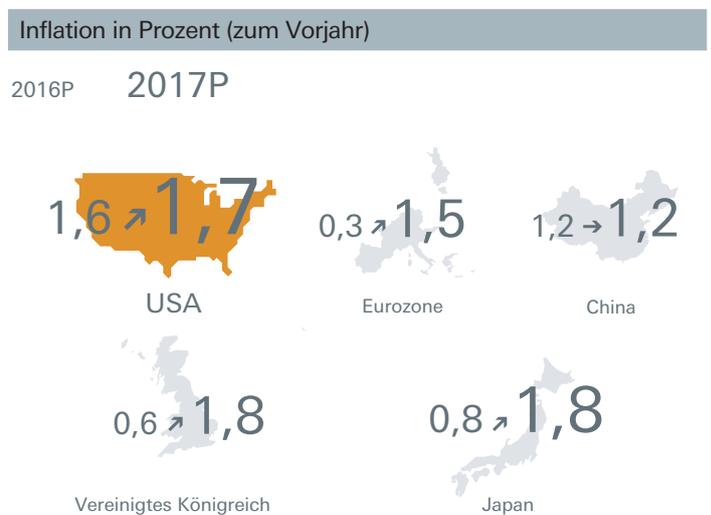
Stefan Kreuzkamp, Chief Investment Officer

### Volkswirtschaftliche Daten

BIP-Wachstum in Prozent (zum Vorjahr)			
	2016P		2017P
USA	1,8	↗	2,0
Eurozone	1,5	→	1,5
Vereinigtes Königreich	2,0	↗	2,1
Japan	1,0	↘	0,8
China	6,0	→	6,0
Welt	3,2	↗	3,6



Chinas Wachstumssorgen sind keineswegs aus der Welt, doch 2016 dürften die USA im Fokus stehen. Hier haben wir unsere 2016er Prognose von 2,5 Prozent auf 1,8 Prozent reduziert.



Zwar erwarten wir, dass die Inflation in den meisten Industrieländern auch 2017 unter 2,0 Prozent bleibt, doch die bereinigte US-Kerninflationsrate hat im ersten Quartal deutlich angezogen.

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 17.03.2016.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftigen Wertentwicklungen. Es wird keine Garantie dafür übernommen, dass Prognosen und Ziele tatsächlich eintreffen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 25.03.2016

## Kapitalmärkte

Aktienmärkte (Indexstand in Punkten)				
	Aktuell***		März 2017P	▲(%)**
USA (S&P 500 Index)	2.041	→	2.060	3
Europa (Stoxx Europe 600 Index)	341	↗	350	6
Eurozone (Euro Stoxx 50 Index)	3.043	↗	3.200	9
Deutschland (Dax) <sup>1</sup>	9.892	↗	10.800	9
Vereinigtes Königreich (FTSE 100 Index)	6.201	→	5.800	-3
Schweiz (Swiss Market Index)	7.862	↗	8.400	11
Japan (MSCI Japan Index)	821	↗	890	11
MSCI Emerging Markets Index (USD)	817	→	800	1
MSCI AC Asia ex Japan Index (USD)	495	→	500	4
MSCI EM Latin America Index (USD)	2.139	↘	1.900	-9



Wir sind nur noch verhalten optimistisch für die Aktienmärkte, nachdem wir unsere Gewinnprognosen reduziert haben und bei den Bewertungsmultiplikatoren kaum Spielraum nach oben sehen.

Kapitalmarktrendite (Staatsanleihen) in Prozent				
	Aktuell*		März 2017P	
USA, 2 Jahre	0,87	↗	1,30	
USA, 10 Jahre	1,90	→	2,00	
USA, 30 Jahre	2,67	→	2,60	
Deutschland, 2 Jahre	-0,48	→	-0,40	
Deutschland, 10 Jahre	0,18	→	0,35	
Vereinigtes Königreich, 10 Jahre	1,45	↗	1,90	
Japan, 2 Jahre	-0,21	→	-0,30	
Japan, 10 Jahre	-0,08	→	-0,10	



Niedrigere Inflations- und Wachstumszahlen drücken fast alle unsere Renditeprognosen für Staatsanleihen, trotzdem sehen wir dank steigender US-Zinsen per Saldo Renditeausweitungen.

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unserer Einschätzung per 17.03.2016.

\* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 24.03.2016

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

\*\*\* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 17.03.2016

<sup>1</sup> Performance-Index (enthält Dividenden)

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftigen Wertentwicklungen. Es wird keine Garantie dafür übernommen, dass Prognosen und Ziele tatsächlich eintreffen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 25.03.2016

Rohstoffe in US-Dollar				
	Aktuell***		März 2017P	▲(%)**
Rohöl (WTI)	44	↗	50	13
Gold	1.258	↘	1.100	-13
Silber	16	↗	19	19
Kupfer (LME)	5.070	↗	5.400	7
Aluminium (LME)	1.529	→	1.500	-2



LME = London Metal Exchange, WTI = West Texas Intermediate

Rohstoffe trugen mit ihrer Stabilisierung zur Marktberuhigung nach dem turbulenten Jahresstart bei. Wir gehen aber nicht von einer nachhaltigen Trendwende aller Sektoren aus.

Leitzinsen in Prozent				
	Aktuell*		März 2017P	
USA (Federal-Funds-Satz)	0,25-0,50	↗	0,75-1,00	
Eurozone (Refinanzierungszins)	0,00	→	0,00	
Vereinigtes Königreich (Repo rate)	0,50	→	0,50	
Japan (Geldmarktsatz)	0,00	→	0,00	



Nur den USA trauen wir im Prognosezeitraum Zinserhöhungen zu. Da die Fed aber auf Sicht, also datenabhängig, agieren wird, tragen ihre Entscheidungen weiter zur Volatilität bei.

Währungen				
	Aktuell*		März 2017P	▲(%)**
EUR vs. USD	1,12	↘	1,05	-7
USD vs. JPY	113	↗	120	8
EUR vs. CHF	1,09	→	1,12	2
GBP vs. USD	1,42	↗	1,50	6
USD vs. CNY	6,52	↗	6,90	5



Wir schwächen unsere Prognose auf 1,05 US-Dollar pro Euro ab aufgrund der graduelleren Zinserhöhung in den USA, auch wenn größere Eurozone-Sorgen dies teils kompensieren.

# Investment-Ampeln

## Unsere taktische und strategische Sicht

bis März 2017  
 1 bis 3 Monate

Aktien*		
Regionen		
USA	●	→
Europa	●	↗
Eurozone	⊙	↗
Deutschland	●	↗
Schweiz	●	↗
Vereinigtes Königreich (UK)	●	→
Japan	⊙	↗
Schwellenländer	⊙	→
Asien ex Japan	●	→
Lateinamerika	●	↘
Sektoren		
Basiskonsumgüter	●	
Gesundheit	●	
Telekommunikation	●	
Versorger	●	
Zyklische Konsumgüter	●	
Energie	●	
Finanzwerte	⊙	
Industrie	●	
Informationstechnologie	●	
Grundstoffe	●	
Anlagestile		
Nebenwerte	●	

bis März 2017  
 1 bis 3 Monate

Anleihen**		
Staatsanleihen		
US-Staatsanleihen (2 Jahre)	●	↗
US-Staatsanleihen (10 Jahre)	⊙	→
US-Staatsanleihen (30 Jahre)	●	→
UK-Staatsanleihen (10 Jahre)	●	↗
Eurozone-Peripherie	⊙	↘
Deutsche Bundesanleihen (2 Jahre)	●	→
Deutsche Bundesanleihen (10 Jahre)	⊙	→
Japanische Staatsanleihen (2 Jahre)	●	→
Japanische Staatsanleihen (10 Jahre)	●	→
Unternehmensanleihen		
US Investment Grade	●	↘
US-Hochzinsanleihen	●	↗
EUR Investment Grade <sup>1</sup>	●	↘
EUR-Hochzinsanleihen <sup>1</sup>	●	↘
Asien-Unternehmensanleihen	●	→
Schwellenländer-Unternehmensanleihen	●	→
Besicherte und spezielle Bonds		
Pfandbriefe <sup>1</sup>	●	→
US-Kommunalanleihen	●	→
US Mortgage Backed Securities	●	→
Währungen		
EUR vs. USD	●	↘
USD vs. JPY	●	↗
EUR vs. GBP	●	↘
EUR vs. JPY	●	→
GBP vs. USD	⊙	↗
Schwellenländer		
Schwellenländer-Staatsanleihen	●	↗
Alternative Anlagen*		
Infrastruktur	●	↗
Rohstoffe	●	↗
Immobilien (gelistet)	●	↗
Immobilien (nicht gelistet)	●	↗
Hedgefonds	●	↗
Private Equity <sup>2</sup>	●	→

\*Stand: 17.03.2016

\*\*Stand: 24.03.2016

Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH

<sup>1</sup> Spread bezogen auf deutsche Bundesanleihen

<sup>2</sup> Diese Investment-Ampel-Indikatoren sind nur für existierende Private-Equity-Portfolios relevant

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

## ● Eurozone (Aktien)



Wir reduzieren die Eurozone und Deutschland auf Neutral. Auf der politischen Ebene sehen wir wenig Entspannung (Migrationskrise, Zersplitterung und Radikalisierung der Parteienlandschaften, Brexit). Gleichzeitig belasten maue Quartalszahlen und rückläufige 2016er Konsensgewinnsschätzungen die Bewertung. Nach der Erholungsrally im Rahmen der akkommodierenden EZB-Entscheidung sehen wir kurzfristig nur noch wenig Potenzial.

## ● Japan (Aktien)



Nirgends fielen die Aktien zum Jahresbeginn so tief wie in Japan, was am stärkeren Yen, der für Banken negativen Zentralbankpolitik, Verkäufen ausländischer Anleger und Gewinnrevisionen lag. Das aktuelle Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,1 gab es zuletzt bei einem Wechselkurs von 80 Yen zum US-Dollar. Aufgrund der Bewertung und der voranschreitenden Restrukturierung der „Japan AG“ bleiben wir bei Übergewichten.

## ● Schwellenländer (Aktien)



Die bereits länger anhaltende Underperformance der Schwellenländer drehte Mitte Januar, was auch auf die Stabilisierung der Währungen und der Rohstoffpreise zurückzuführen sein dürfte. Wir erhöhen taktisch auf Neutral, da die Bewertung in etwa dem Chancen-Risikoprofil entspricht, bei allen Unterschieden zwischen den einzelnen Subregionen.

## ● Finanzwerte (Aktien)



Wir reduzieren den Finanzsektor nach langem Zögern auf Neutral. Auch wenn einige Subsektoren attraktiv bewertet sind, lasten die von immer mehr Zentralbanken eingeführten Negativzinsen und die flache US-Zinskurve auf dem Sektor.

## ● US-Staatsanleihen (10 Jahre)



Noch immer herrscht Uneinigkeit, warum die Fed im Rahmen ihrer März-Sitzung so vorsichtig kommunizierte. Die Kerninflation zieht leicht an, bei einem soliden Arbeitsmarkt. Doch die Fed treiben wohl Konjunktursorgen um. Das ist zunächst gut für die Anleihepreise. Ebenso wie die Vielzahl der Käufer aus dem Ausland, welche auch unsere positive Sicht unterstützen.

## ● Deutsche Bundesanleihen (10 Jahre)



Wir gehen nicht davon aus, dass die 0,0-Prozent-Linie eine unüberwindbare Hürde für die zehnjährigen Bundesanleihen darstellt. Angesichts des erweiterten Kaufprogramms der EZB und einer technisch getriebenen Nachfrage erhöhen wir wieder auf Übergewichten.

## ● Eurozone-Peripherie



Nach dem schwachen Jahresstart der Staatsanleihen der Peripherie und der überraschend aggressiven weiteren Lockerung der EZB Mitte März erhöhen wir nun wieder auf Übergewichten. Neben leicht besseren Fundamentaldaten ist dies vor allem auf das Kaufprogramm der EZB zurückzuführen.

## ● GBP vs. USD



Auch wenn wir taktisch weiterhin neutral beim britischen Pfund gegenüber dem US-Dollar bleiben, erwarten wir bis zum EU-Referendum am 23. Juni einen volatilen Handel und starke Ausschläge nach dieser Wahl mit binärem Charakter. Ein Ausscheiden Großbritanniens ist teilweise eingepreist, wir rechnen jedoch mit dem Verbleib in der EU.

### Die taktische Sicht (1 bis 3 Monate) Aktienindizes, Anleihen und Wechselkurse:

- Positiver Ausblick
- Neutraler Ausblick
- Negativer Ausblick

Die Entwicklung der Ampelsignale ist in den kleinen Graphiken abgebildet.

● Ein umkreistes Ampellicht indiziert, dass diese Einschätzung nachfolgend kommentiert ist.

### Die strategische Sicht bis März 2017

#### Aktienindizes, Wechselkurse und alternative Anlagen:

Der Steigungswinkel signalisiert, ob wir eine Aufwärtsentwicklung (↗), eine Seitwärtsentwicklung (→) oder eine Abwärtsentwicklung (↘) erwarten.

**Anleihen:** Bei Staatsanleihen signalisiert ↗ Aufwärtstrend erwartet, → Seitwärtstrend erwartet und ↘ Abwärtstrend erwartet.

Bei Unternehmensanleihen, besicherten und speziellen Bonds

sowie Schwellenländer-Anleihen beziehen sich die Pfeile auf einen optionsadjustierten Spread zu US-Staatsanleihen, wenn nicht anders angegeben. ↗ steht für eine erwartete Ausweitung des Spread, → steht für einen Seitwärtstrend beim Spread und ↘ steht für eine Reduktion des Spread.

**Die Farbe der Pfeile** signalisiert die Kurschancen für Long-Only-Investoren.

↗ Für Long-Only-Investoren besteht hier ein positives Ertragspotenzial

→ Die Gewinnchance, aber auch das Verlustrisiko sind hier eher begrenzt

↘ Für Long-Only-Investoren besteht hier ein höheres Verlustrisiko

Weitere Erklärungen im Glossar.

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 sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es wird keine Garantie dafür übernommen, dass Prognosen und Ziele tatsächlich eintreffen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 25.03.2016



Joe Benevento und  
 Joern Wasmund,  
 Global Co-Heads of  
 Fixed Income/Cash

# Perspektiven für den Rentenmarkt

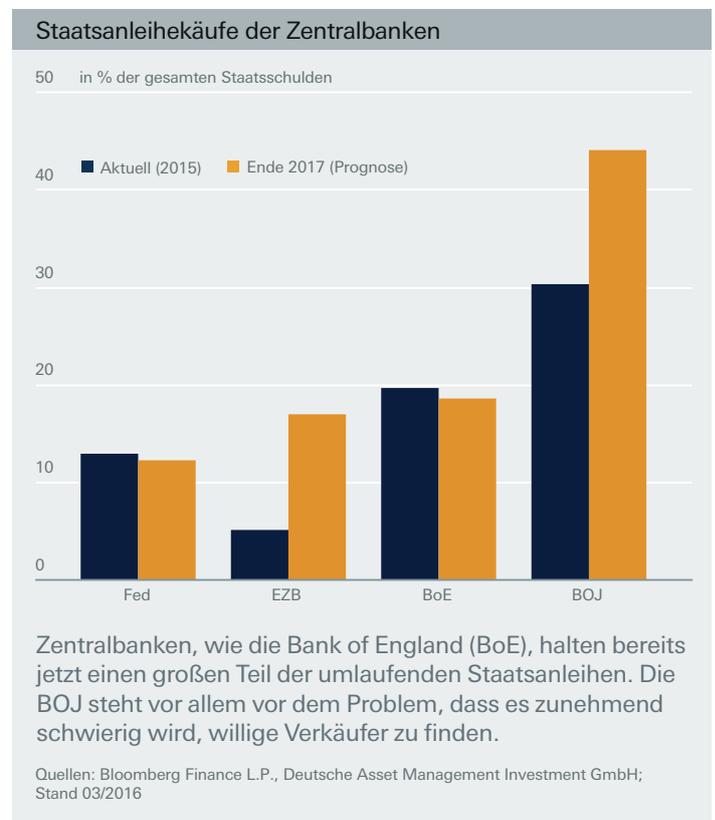
## Anstehende Anleihekäufe der Zentralbanken stützen positive Sicht für Anleihen der Eurozone

Darf's ein bisschen mehr sein? Nach diesem Motto bemühen sich die Zentralbanken seit Jahren, mit Quantitative-Easing(QE)-Maßnahmen Konjunktur und Inflation anzukurbeln. Die Maßnahmen konzentrieren sich vor allem auf den Ankauf von Anleihen (können sich aber auch auf andere Vermögenswerte erstrecken), sodass die Bestände an Staatsanleihen in den Büchern der Zentralbanken (als prozentualer Anteil am Gesamtumlauf) in fast allen entwickelten Volkswirtschaften stark angestiegen sind. In Japan könnten Anleihen sogar schon knapp werden, denn langsam wird es schwer, im Privatsektor willige Verkäufer zu finden. Die BOJ müsste also bei einer Fortsetzung von QE Aktien und andere Vermögenswerte kaufen (letztes Jahr wurden bereits Exchange-Traded Funds angekauft).

Die Konjunktur lässt sich auch über eine Wechselkursabwertung beeinflussen. Um diese anzustoßen, experimentieren EZB und BOJ mit negativen Zinsen. Leider lassen sich auch damit keine Wunder bewirken, wie die letzten Monate zunehmend gezeigt haben, vor allem nicht in relativ großen Volkswirtschaften wie der Eurozone und Japan. Europäische Banken haben die negativen Zinsen kaum an ihre Kunden weitergereicht, sodass dieser Strafzins der EZB jetzt die Margen der Banken schmälert. Die neue Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs) der EZB dient da zum teilweisen Ausgleich für die durch den Negativzins reduzierten Gewinne der Banken. Gleichzeitig sollen die Banken mit den neuen TLTROs für eine erhöhte Kreditvergabe durch die dann noch günstigere Refinanzierung belohnt werden.

Sowohl in Europa als auch in Japan wird der Spielraum für weitere Zinssenkungen offenbar immer geringer. Stattdessen könnte die EZB andere Vermögenswerte in ihr QE-Programm aufnehmen. So hat die EZB bereits angekündigt, Unternehmensanleihen aus dem Nicht-Finanzsektor zu kaufen. Dies unterstützt unsere insgesamt positive Sicht für alle festverzinslichen Instrumente in der Eurozone, die ein gewisses Kreditrisiko bergen – von Peripherieanleihen über Unternehmensanleihen hoher

Bonität (Investment Grade) bis hin zu Hochzinsanleihen mit besserem Rating, die alle – direkt oder indirekt – profitieren sollten. Anleger sollten sich aber klar vor Augen führen, dass der Raum für geldpolitische Fehlentscheidungen größer geworden ist. Die längerfristigen Auswirkungen von QE bleiben ungewiss – nähere Erläuterungen hierzu in unserem CIO View Spezial: „Die Grenzen der Geldpolitik: Verlieren Zentralbanken ihre magische Kraft?“.



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, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 23.03.2016



Henning Gebhardt,  
 Global Head of Equities

## Perspektiven für den Aktienmarkt

Dividenden stehen in volatilen Zeiten hoch im Kurs. Das heißt aber nicht, dass hohe Ausschüttungen gut für den Aktienkurs sein müssen.

Volatile Aktienmärkte im Seitwärtstrend und Niedrigstzinsen sind kaum der Stoff, aus dem Anlegerträume sind. Eine Anlageklasse, die sich unter diesen Umständen empfiehlt und gern empfohlen wird, sind solide Dividendenzahler. Eine laufende Rendite oberhalb jener von Anleihen und gleichzeitig Kurspotenzial wie bei anderen Aktien, jedoch mit geringerer Schwankung – welche Anlageklasse kann derzeit schon damit konkurrieren? Also alles auf Dividende?

Dazu muss man drei Fragen getrennt voneinander beantworten: Welchen Einfluss haben Ausschüttungspolitik und Ausschüttungsfähigkeit auf den Unternehmenswert und was besagt das über das Kurspotenzial? In einem perfekten Kapitalmarkt hätte die Dividendenpolitik keine Auswirkung auf den Unternehmenswert. Doch die Welt ist nicht perfekt, zu den Imperfektionen gehören Steuern, Insolvenzkosten und Informationsasymmetrien. Dazu tritt noch der oft irrationale Mensch, der etwa den Spatz in der Hand mehr schätzt als die Taube auf dem Dach. Das denkt sich auch mancher Anleger, und tatsächlich entstammt der größte Ergebnisbeitrag fast aller großen Aktienindizes historisch der Dividende. Zudem verringert eine hohe Ausschüttung die Gefahr, dass die Firmenlenker Unvernünftiges mit den freien Mitteln anstellen. Was uns zum Thema Ausschüttungsfähigkeit bringt. Ein singulärer Blick auf die aktuelle Dividendenrendite führt schnell in die Irre. Was nutzt die schönste Rendite, wenn sie aus der Substanz gezahlt werden muss, die ausgezahlten Mittel also gar nicht erwirtschaftet werden? Einen Hinweis auf die Ausschüttungsfähigkeit gibt die Ausschüttungsquote, doch es empfiehlt sich ein Blick auf mehrere Jahre und vor allem eine Einschätzung über die Fähigkeit, künftige Mittelüberschüsse zu generieren.

Wenn diese Einschätzung positiv ausfällt, werden die Aktien dieser Firmen dann den Markt schlagen? Nicht gesagt. Denn wahrscheinlich hat man nicht als einziger diese Qualitäten erkannt, sie werden also im Aktienkurs eingepreist sein. Und damit gilt, wie für alle Aktien: Das Kurspotenzial ergibt sich aus

dem Unterschied aus Aktienkurs und Aktienwert. Nicht mehr auf Einzeltitel, sondern auf die Anlageklasse angewandt, heißt das: es handelt sich letztlich auch nur um einen Anlagestil, der je nach Marktphase mal besser und mal schlechter als andere Strategien läuft. Bei unseren eigenen Dividendenstrategien verlassen wir uns daher auch hier auf Titelselektion.

### Dividendenzahler laufen. Mal so, mal so.



Als Anlageklasse verhalten sich Papiere guter Dividendenzahler ähnlich wie die jeder anderen Anlagenklasse: mal laufen sie besser, mal schlechter als der Markt.

Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand: 21.03.2016  
<sup>1</sup> Total Return, US-Dollar-basiert

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, die sich als falsch herausstellen können. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 23.03.2016



Deutschland

# Portfolio

Unsere Gewichtung der Anlageklassen in einem ausgewogenen Portfolio

## Traditionelle Anlageklassen

Mit dem überwiegenden Teil unseres ausgewogenen Portfolios decken wir traditionelle liquide Anlageklassen wie Aktien, Anleihen und Rohstoffe ab. Die Grafik veranschaulicht den aktuellen Aufbau eines ausgewogenen Beispielportfolios. Dieses beinhaltet auch alternative Anlageklassen.<sup>1</sup>

### Aktien

Vor dem Hintergrund makroökonomischer Herausforderungen und weiterhin bestehender geopolitischer Risiken ist es besonders wichtig, bei den erwarteten Gewinnen, Bewertungen und Indexzielen realistisch zu bleiben. Auch hohe Volatilität dürfte uns weiter begleiten. Im März haben wir unsere Gewinnwachstums- und Bewertungserwartungen und mit ihnen unsere Indexziele auf Jahressicht deshalb zurückgenommen. Allerdings sehen wir Aktien der Schwellenländer, besonders in Asien, inzwischen etwas weniger negativ, schon wegen der Stabilisierung vieler Schwellenländerwährungen und Rohstoffpreise.

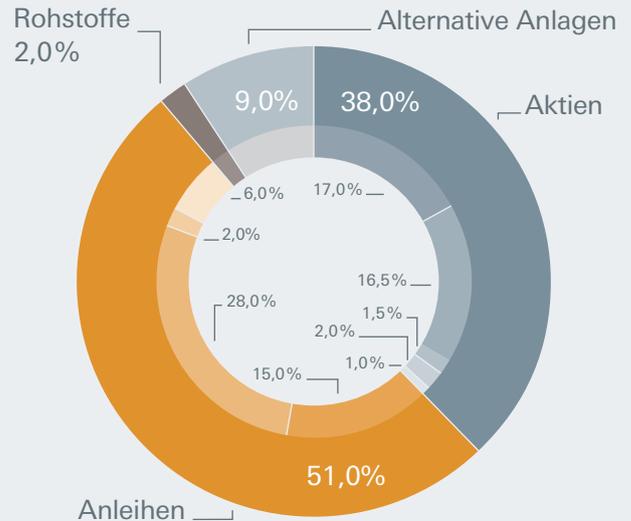
### Anleihen

In den nächsten zwölf Monaten dürften Anleihen der europäischen Kernstaaten nur minimale Renditen abwerfen. Aber bei anderen festverzinslichen Anleihen sollte es durchaus Chancen geben. US-Anleihen, die als Investment Grade eingestuft sind, dürften weiter von der offensichtlich hohen Bereitschaft des Marktes zur Aufnahme von Neuemissionen profitieren. Bei Hochzinsanleihen der Eurozone bleiben die vergleichsweise höhere Ratingqualität und geringere Energieabhängigkeit als in den USA stützende Faktoren. Bei Anleihen aus den Emerging Markets dürften weiterhin länderspezifische Probleme im Vordergrund stehen.

### Rohstoffe

Die zuletzt wieder höheren Ölpreise waren zwar ermutigend. Bevor die Erholung weitergeht, müssten jedoch wahrscheinlich erst einmal deutlich die Lagerbestände abgebaut werden, frühestens wohl in der zweiten Jahreshälfte 2016. Die Ölproduktion dürfte, besonders in den USA, durch höhere Kapitalkosten gedämpft werden. Auf Jahressicht sehen wir den Preis für ein Fass WTI bei 50 US-Dollar. Beim Goldpreis erwarten wir in den nächsten zwölf Monaten leichte Rückgänge, nicht zuletzt weil wir von zwei weiteren Zinserhöhungen der Fed und einem anhaltend starken US-Dollar ausgehen.

<sup>1</sup> Investitionen in Alternative Anlagen werden im folgenden Kapitel behandelt. Alternative Anlagen sind nicht für jeden Anleger geeignet.



Aktien	vorgeschlagene Gewichtung
Industrielländer	35,0%
USA	17,0%
Europa	16,5%
Japan	1,5%
Schwellenländer	3,0%
Asien ex Japan	2,0%
Lateinamerika	1,0%
Anleihen	
Unternehmensanleihen*	15,0%
Staatsanleihen	28,0%
Anleihen Schwellenländer	2,0%
Liquidität	6,0%
Rohstoffe	
Rohstoffe	2,0%
Alternative Anlagen	
Alternative Anlagen	9,0%

Quellen: Regional Investment Committee (RIC), Deutsche Asset Management Investment GmbH, Deutsche Bank AG; Stand: 22.03.2016.

\* inklusive Convertibles

Management Investment GmbH; Stand: 22.03.2016  
 Die hier dargestellte Vermögensaufteilung entspricht einem ausgewogenen Modellportfolio für deutsche Investoren. Sie ist nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und kann jederzeit und ohne Vorankündigung geändert werden.

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, die sich als falsch herausstellen können.

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.



## „Long oder short“, Johannes Müller?

Sechs Markteinschätzungen von unserem Chief Investment Officer für Multi Asset in Deutschland

Seit die EZB am 9. März 2015 angefangen hat, den Markt mit monatlich 60 Mrd. Euro zu fluten, hat der Stoxx Europe 600 14 Prozent verloren. Die Risikoprämien der Peripherieanleihen sind zudem in Summe weiter rausgelaufen. Droht den Märkten der Kollaps, wenn die EZB nicht mehr liefert?

**LONG** Die Geldpolitik kann die wirtschaftlichen Probleme nicht lösen, sie kann höchstens schmerzstillende Mittel verabreichen. Man sollte also keine Wunder erwarten. Doch der Markt hat auf diese Mittel einen immer größeren Hunger entwickelt, den die Zentralbanken immer schwerer befriedigen können. Das hat sich im Dezember gezeigt, als die EZB trotz Zinssenkung die Markterwartung enttäuschte. Dies war der Startschuss der Verwerfungen, die bis Mitte Februar andauerten. Im März hat der Zentralbankrat dann die Erwartungen übererfüllt und sofort applaudierte der Markt. Allerdings reichte ein einschränkendes Wort von Präsident Mario Draghi in der Pressekonferenz, um den Dax von seiner Spitze noch am selben Tag um fünf Prozent zu drücken – so viel zur kurzfristigen Marktwirkung geldpolitischer Nachrichten. Dementsprechend wird der „Einstieg in den Ausstieg“ sicherlich eine anspruchsvolle Zeit für die Märkte werden. Angesichts der aktuellen Signale der Zentralbank, dürfte dieser Zeitpunkt noch weit in der Zukunft liegen.

Noch im Januar schienen weitere US-Zinserhöhungen fast gänzlich vom Tisch, nur einen Monat später waren sie wieder auf dem Plan. Könnte uns 2016 die Inflation überraschen?

**LONG** Ein starker Anstieg der Inflationsraten ist zwar unwahrscheinlich, würde die Märkte aber völlig auf dem falschen Fuß erwischen. Insofern sollte man dieses Thema beobachten. Bedingt durch den schwachen Ölpreis hat die Inflation jedoch auch Anfang 2016 negativ überrascht. Zusammen mit schwachen Wirtschaftszahlen trug dies zu den Marktverwerfungen bei. Dazu gesellen sich die unangenehmen Nebenwirkungen der Geldpolitik: Ein positiver sicherer Zins fehlt als Quelle für Risikobudgets, zudem verhindert die Dominanz der Zentralbankentscheidungen jede sonst durch negative Korrelationen erfolgende Entlastung. Überraschen die Notenbanken positiv, steigen alle Anlageklassen und andersherum. Der geringere Diversifikationseffekt führt dazu, dass Risikobudgets früher aufgezehrt sind und daher Zwangsverkäufe vorgenommen werden müssen.

Stellt die Nulllinie bei zehnjährigen Bundesanleihen eine unüberwindbare Grenze dar?

**SHORT** Wenn man sich Renditecharts ansieht, dann ist es dem Markt sichtlich leichter gefallen, etwa von 3,1 Prozent auf 2,9 Prozent Rendite zu handeln als von +0,1 Prozent auf -0,1 Prozent, was zumindest für eine Hürde bei der Nulllinie spricht. Allerdings zeigt die Schweiz, wie viel Luft nach unten bleibt: Bei

eidgenössischen Staatsanleihen muss man mittlerweile länger als 15 Jahre investieren, um auf eine positive Rendite zu kommen.

Hat der Brexit auch für die deutsche Wirtschaft eine Bedeutung?

**LONG** Definitiv. Erstens ist das Vereinigte Königreich ein wichtiger Absatzmarkt. Da wir eine Abwertung des britischen Pfund im Falle eines Brexits erwarten, würden deutsche Firmen, die auf die Insel exportieren, leiden. Der Wert deutscher Direktinvestitionen würde, bedingt durch den Wechselkurs, sinken. Gleichzeitig ist Großbritannien der wohl vehementeste Verfechter einer freien Marktwirtschaft innerhalb der EU. Ein Brexit würde die Balance zwischen den Anhängern einer freien Wirtschaft und den Verfechtern von staatlicher Interventionspolitik nachhaltig verschieben, was die langfristigen Wachstumsaussichten verschlechtern würde. Das wäre schon aufgrund der demografischen Herausforderungen nicht wünschenswert.

Wird die Weltwirtschaft 2016 noch wachsen?

**LONG** Wir haben unsere Prognose vor allem aufgrund eines schwächeren US-Wachstums zwar auf 3,2 Prozent reduziert, was im historischen Kontext eher mau ist, es ist aber auch kein Drama.

Haben Aktien dennoch Potenzial?

**LONG** Unsere 12-Monatsziele implizieren im Schnitt einstellige Renditeerwartungen. Das ist nicht berauschend, aber immerhin rechnen wir nicht mit einer Fortsetzung des Bärenmarktes.

**LONG** steht für eine positive Antwort

**SHORT** steht für eine negative Antwort

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, die sich als falsch herausstellen können. Investitionen können Anlagerisiken unterliegen, die u.a. Marktfuktuationen, Regulationsänderungen, möglichen Verzug von Zahlungen und Verlust von investiertem Einkommen und Kapital beinhalten. Der Wert der Anlagen kann sowohl steigen als auch fallen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 22.03.2016

# Alternative Anlagen

## Unsere Einschätzung zu alternativen Anlageklassen

### Alternative Portfolios

Hier betrachten wir liquide und illiquide Anlagestrategien.<sup>1</sup> Aufgrund ihrer unterschiedlichen Charakteristika stellen wir diese getrennt dar.

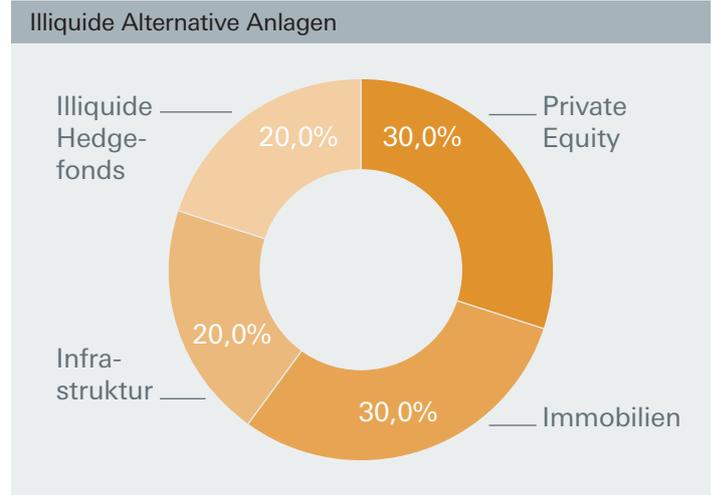
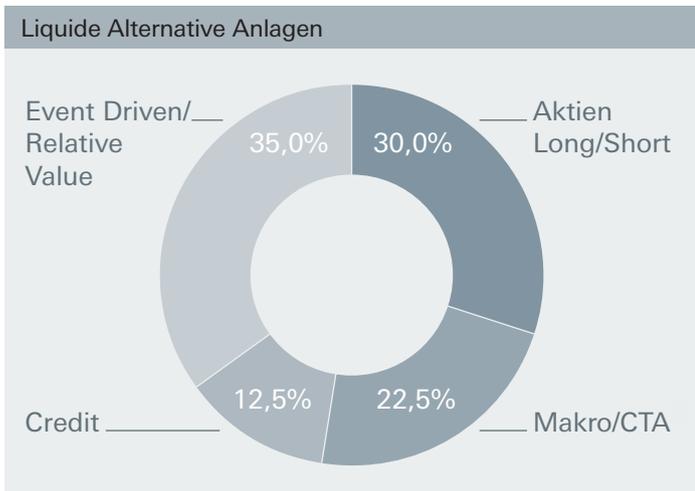
### Liquide Alternative Anlagen

#### ■ Macro/Commodity Trading Advisors

Das aktuelle Umfeld bietet Discretionary Global Macro Managern gute und Systematic/CTA Managern noch bessere Chancen, schon wegen der divergierenden Dynamik bei Staats- und Unternehmensanleihen der Schwellenländer, der ausgesprochenen Schwäche von Aktien in den meisten Regionen und neuen starken Trends bei einigen Währungspaaren. Das sollte gute risikobereinigte Renditen ermöglichen. Grundlage dafür ist eine signifikante Allokation in Strategien, die von Fundamentaldaten weitgehend unbeeindruckt sind und bei steigender Volatilität zunehmend mehr Short-Positionen in Risikoanlagen eingehen können.

#### ■ Merger Arbitrage

Rein auf Arbitrage aus Fusionen und Übernahmen (M&A) fokussierte Manager haben die schwierigen Rahmenbedingungen der letzten Zeit relativ gut gemeistert. Das Umfeld bleibt für M&A förderlich, dank der weiter zahlreichen Transaktionen aufgrund günstiger Finanzierungsbedingungen. Inmitten höherer Marktvolatilität haben die Spreads für relativ sichere Deals ein Mehrjahreshoch erreicht. Das bietet interessante Chancen für Manager mit langjähriger Erfahrung in diesem Bereich, die bestehende Marktrisiken entsprechend absichern können. Die jüngste Marktvolatilität und makroökonomische Schlagzeilen könnten die Aktivitäten der Unternehmen allerdings bremsen und das aktuelle Spreadniveau gefährden.



### Illiquide Alternative Anlagen

#### ■ Immobilien

Im Immobilienbereich bleibt Asien eine wichtige treibende Kraft - die Bedingungen an den Kreditmärkten haben sich in verschiedenen Regionen gebessert, die Geldpolitik bleibt locker. Dies trifft besonders für Japan zu, wo die Entscheidung der BOJ zur Einführung negativer Zinsen dem Markt für Real Estate Investment Trusts (REITs) neuen Schwung verlieh. Japan bietet neben Australien das größte Mietwachstumspotenzial im Bürosector. Auch Europa könnte 2016 aufgrund des beschränkten Angebots interessante Wachstumsaussichten bieten. Hier liegt das Hauptaugenmerk auf Spanien, wo vor allem verbesserte Stimmungskennzeichen und Verfügbarkeit von Krediten die Erholung am Wohnimmobilienmarkt antreiben. Im Vereinigten Königreich könnte jedoch ein möglicher Brexit den Immobilienmarkt unter Druck setzen. Laut Property Market Analysis könnte ein Brexit im Vergleich zur restlichen EU bis 2019 einen Rückgang der Immobilienwerte um durchschnittlich 15 Prozent auslösen, bei Londoner Büros gar um 25 Prozent.<sup>2</sup>

Quellen: Deutsche Asset Management Investment GmbH, Deutsche Bank AG Filiale London; Stand: 22.03.2016.

Die hier dargestellte Vermögensaufteilung entspricht einem ausgewogenen Modellportfolio für deutsche Investoren. Sie ist nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und kann jederzeit und ohne Vorankündigung geändert werden. In einem ausgewogenen Modellportfolio gewichten wir Alternative Anlagen mit 9%.

<sup>1</sup> Alternative Anlagen und Hedge Funds sind nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar. Alternative Anlagen/Hedge Funds sind mit diversen Risiken behaftet.

<sup>2</sup> Property Market Analytics: Prospects for UK Real Estate in the event of an EU Exit; Winter 2015

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, die sich als falsch herausstellen können.



## „Long oder short“, Hamish Mackenzie?

Der Head of Infrastructure, Europe & Debt, beantwortet Fragen zu diesem Bereich.

### Sind die Aussichten für europäische Infrastrukturanlagen 2016 günstig?

**LONG** Ich denke schon. Zu den wichtigsten Märkten für Infrastrukturanlagen gehören nach wie vor das Vereinigte Königreich, Deutschland, Frankreich, die nordischen Länder und Italien. Diese Länder bieten ein relativ berechenbares Investmentumfeld, transparente rechtliche und regulatorische Vorgaben und eine lange Tradition von Infrastruktur in privater Hand. Das sind unabdingbare Voraussetzungen für Anlagestrategien, die von langfristiger Ertragsstabilität mit einem gewissen Wertsteigerungspotential und relativ stabilen Cashflows profitieren wollen.

### Bleibt regulatorisches Risiko ein wichtiger Faktor für Investitionen?

**LONG** Regulatorisches Risiko sollte unbedingt in die Anlageentscheidung miteinbezogen werden, da Investitionen in Infrastrukturprojekte langfristige Stabilität erfordern. Die europäische Infrastrukturregulierung ist im Vergleich zu anderen Märkten rund um die Welt relativ transparent und berechenbar. In Europa sind regulatorische Änderungen und sich daraus ergebende Unsicherheiten eher die Ausnahme als die Regel. Das beste regulatorische Umfeld zeichnet sich dadurch aus, dass die Rahmenvorgaben in der Regel von einer unabhängigen Aufsichtsbehörde erarbeitet, überwacht und bei Bedarf aktualisiert werden, wie dies etwa für Infrastrukturbereiche wie die Wasserversorgung im Vereinigten Königreich der Fall ist.

### Kann der anhaltende Konjunkturaufschwung in Europa Infrastrukturinvestitionen unterstützen?

**LONG** Ein europäischer Aufschwung dürfte vor allem die Fundamentaldaten im Verkehrssektor stützen, dessen Entwicklung eng mit dem BIP-Wachstum verknüpft ist. Das Verkehrs- und Transportaufkommen dürfte, besonders auf mautpflichtigen Straßen und Flughäfen, steigen. Bei Häfen ist die strategische Lage ein wichtiger Aspekt, um das Risiko höherer Schwankungen im Welthandel, die sich nach unseren Prognosen 2016 fortsetzen dürften, auszugleichen. Das 2016 erwartete Niedriginflationsszenario dürfte sich für Versorgungsnetze als problematisch erweisen – hier unterstützen regulatorische Vorgaben zwar langfristige Einkommensstabilität, Gewinne sind aber oft an die Inflation gekoppelt.

### Werden sich niedrige Ölpreise negativ auswirken?

**SHORT** Insgesamt sehe ich das nicht so. Durch niedrige Ölpreise steigt das verfügbare Einkommen privater Haushalte, was wiederum zu höherem Verkehrs- und Transportaufkommen führen sollte. Natürlich wirken sich niedrige Ölpreise auf die Energieindustrie aus, aber wir glauben nicht, dass sich dauerhaft niedrige Ölpreise nennenswert auf das Wachstum im Bereich erneuerbarer Energien auswirken werden. Hier stützen weiter die politischen Maßnahmen zur Bekämpfung des Klimawandels.

### Zum Thema Klimawandel: Stellt das Klimaschutzabkommen der Vereinten Nationen eine Richtungsänderung dar?

**SHORT** Eher nein. Auf der Pariser Klimakonferenz in Paris haben sich die teilnehmenden Staaten zwar geeinigt, dass der Spitzenwert bei Treibhausgasemissionen „so bald als möglich“ überschritten werden müsse. Für uns stellt dieses Übereinkommen aber eher eine erneute Bestätigung unserer Strategie dar als eine fundamentale Richtungsänderung. Vor diesem Hintergrund rechnen wir mit einer weiteren Zunahme von Investitionen in energieeffiziente Lösungen sowie in erneuerbare Energieträger. Hier haben wir in der Vergangenheit bereits umfangreiche Erfahrungen sammeln können.

**LONG** steht für eine positive Antwort

**SHORT** steht für eine negative Antwort

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

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 werden nicht alle Produkte und Dienstleistungen von Deutsche Bank WM in allen Gerichtsbarkeiten angeboten. Die Verfügbarkeit hängt von den lokalen Regulierungsanforderungen und -beschränkungen ab. Deutsche Asset Management Investment GmbH, Deutsche Bank AG Filiale London; Stand: 22.03.2016

# Glossar

Hier erklären wir zentrale Begriffe aus dem CIO View.

**Abwertung** – Die gewollte Schwächung einer Währung gegenüber anderen Währungen

**Akkommodierend** – Ziel einer akkommodierenden Geldpolitik ist es, die Wirtschaft mittels Geldexpansion zu unterstützen

**Ausschüttung** – Auszahlung von Gewinnanteilen an die Gesellschafter in Form von Dividenden oder Aktienrückkäufen

**Ausschüttungsquote** – Prozentsatz des Unternehmensgewinns, der als Dividende ausgeschüttet wird

**Bank of Japan (BOJ)** – Japans Zentralbank

**Bloomberg Dollar Spot Index** – Index, der den Außenwert des US-Dollars relativ zu einem Korb aus zehn Währungen, sowohl von Industrie- wie auch Schwellenländern, misst

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

**Britisches Pfund** – Offizielle Währung des Vereinigten Königreichs, auch als Pfund Sterling bezeichnet

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

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

**Cash-Flow** – Englisch für Kapitalflussrechnung. Wird regelmäßig auch zur Bezeichnung der Position Mittelzuflüsse (vor Investitionen und Finanzierung) in der Kapitalflussrechnung benutzt

**CBOE SPX Volatility Index (VIX)** – Index für die erwartete Volatilität des S&P 500

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

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

**Deflation** – Nachhaltiger Rückgang des Preisniveaus in einer Volkswirtschaft

**Discretionary Macro Strategy** – Handelsstrategie basierend auf den Einschätzungen zu makroökonomischen Ereignissen

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

**Dividende** – Gewinnausschüttung eines Unternehmens an seine Anteilseigner

**Emerging Markets (EM)** – Aufstrebende Märkte der Schwellenländer

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

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

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

**Euro Stoxx Select Dividend 30 Index** – Index, der die Firmen mit den höchsten Dividendenzahlungen aus 12 Ländern der Eurozone abbildet

**Europäische Zentralbank (EZB)** – Zentralbank der Eurozone

**Eurozone (Euroraum)** – 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

**Exchange-traded Funds (ETF)** – Als einzelnes Wertpapier an der Börse handelbarer Fonds

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

**Free Cash Flow (freie Mittel)** – Finanzielle Mittel, die einem Unternehmen frei (nachdem alle Ausgaben getätigt wurden) zur Verfügung stehen

**FTSE 100 Index** – Aktienindex, der die Aktien der 100 umsatzstärksten Unternehmen an der London Stock Exchange abbildet

**Geldmenge M2** – Enthält neben physischem Bargeld und täglich verfügbaren Einlagen auch einige nicht sofort verfügbare Einlagen (wobei die genaue Abgrenzung je nach Notenbank unterschiedlich sein kann)

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

**Geopolitisches Risiko** – Sammelausdruck für politische Gefahrumstände, die den Ertrag einer Anlage senken könnten, wie zum Beispiel Bürgerkrieg, innere Unruhen, Streiks, usw.

**Gewinn je Aktie** – Gewinn eines Unternehmens, geteilt durch die Anzahl der ausgegebenen Aktien

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

**Inflation** – Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

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

**Kerninflation** – Volkswirtschaftliches Konzept zur Messung der Inflation, das die Preisänderungen bestimmter Güter nicht berücksichtigt

**Korrelation** – Statistische Kennzahl, die die Abhängigkeit zweier Zufallsvariablen misst

**Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV)** – Stellt den aktuellen Börsenkurs einer Aktie dem Buchwert pro Aktie gegenüber, der sich aus der Bilanz ergibt

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

**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

**Markit iBoxx EUR Corporates Automobiles and Parts Index** – Index, der die Entwicklung von in Euro denominierten Unternehmensanleihen des Automobilsektors abbildet

**Master Limited Partnership (MLP)** – US-Unternehmensform, die einer Kommanditgesellschaft vergleichbar ist und deren Anteile öffentlich gehandelt werden

**MSCI AC Asia ex Japan Index** – Aktienindex, der große und mittelgroße notierte Unternehmen Asiens außerhalb Japan abbildet

**MSCI EM Latin America Index** – Aktienindex, der große und mittelgroße notierte Unternehmen Lateinamerikas abbildet

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

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

**Merger-Arbitrage** – Handelsstrategie, die Kursunterschiede bei Unternehmensübernahmen oder -zusammenschlüssen ausnutzt

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

**Option** – Finanzinstrument, mit dem man die Möglichkeit erhält, ein Wertpapier in der Zukunft zu einem heute definierten Preis zu kaufen / verkaufen

(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

**Quantitative Easing (QE)** – Lockerung der Geldpolitik durch den breiten Ankauf von Wertpapieren, wodurch die Zentralbankbilanz ausdehnt wird. Dabei kann die Zentralbank sowohl Staatsanleihen („public QE“) als auch Pfandbriefe („private QE“) aufkaufen. In der öffentlichen Diskussion bezieht sich der Begriff Quantitative Easing meist auf „public QE“

**Rating** – Standardisierte Beurteilung der Bonität des Emittenten und seiner Schuldtitel durch spezialisierte Agenturen

**Realer Zins** – Zinssatz, der die Verzinsung bzw. Wertveränderung eines Vermögenswertes angibt unter Berücksichtigung der Preisveränderungsrate

**REIT** – Real Estate Investment Trust: börsengehandeltes Sondervermögen, das in Immobilien investiert

**Risikobereinigte Rendite** – Ein Konzept, welches sowohl die erwartete Rendite als auch das mit der Investition verbundene Risiko misst

**Risikoprämie** – Erwartete Rendite einer Anlage minus risikofreiem Zins

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

**Schwellenland (Schwellenmärkte)** – Land auf dem Weg zur Industrialisierung

**Schwundgeld** – Zahlungsmittel, dessen Wert sich regelmäßig verringert (weil etwa eine Gebühr für eine Stempelmarke zu entrichten ist, damit sein Geldschein seine Gültigkeit behält)

**Shortposition** – Verkaufsposition, mit der ein Investor - bspw. durch einen Leerverkauf - auf einen fallenden Wechselkurs (oder den Kurs eines anderen Wertpapiers) spekuliert

**Sicherer Hafen** – Ausdruck für eine Anlage, die als krisensicher gilt

**Silvio Gesell** – Deutscher Kaufmann und Ökonom, bekannt vor allem für seine Ideen zu Schwundgeld

**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

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

**Systematic Trading** – Bezieht sich auf automatisierte Handelsstrategien, in denen quantitative Modelle zum Generieren von Kauf- und Verkaufssignalen genutzt werden

**Tier-1-Eigenkapitalquote** – Verhältnis des bereinigten Eigenkapitals zu den risikogewichteten Aktiva einer Bank

**Treibhausgasemissionen** – Beziehen sich auf das Freisetzen von diversen Schadstoffen, die zum Treibhauseffekt beitragen können

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

**US Federal Reserve Board (Fed)** – Zentralbank der USA

**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

**Währungskorb** – Zusammenfassung mehrerer Währungen zu einer Einheit

**Währungspaar** – Bezieht sich im Währungshandel auf zwei Währungen, deren Wert relativ zueinander verglichen wird

**Yen** – Japanische Währung

**Yuan** – Währungseinheit der Volksrepublik China

**Zinskurve** – Die Zinskurve trägt grafisch die aufs Jahr gerechnete Verzinsung von Rentenpapieren verschiedener Laufzeiten ab

**Investment-Ampeln (Seite 8 – 9):  
Erklärungen zu unserer taktischen und strategischen Sicht**

**Taktische Sicht:**

– Hier steht bei Anleihen die Kursentwicklung und nicht die Rendite im Vordergrund.

**Strategische Sicht:**

– Bei Staatsanleihen steht hier die Rendite und nicht die Kursentwicklung im Vordergrund.

– Die Pfeile beziehen sich bei Unternehmensanleihen und besicherten und speziellen Bonds (inklusive Pfandbriefen) auf den jeweiligen optionsadjustierten Spread.

– Die Entwicklung des Spread sowie die Zinsentwicklung beeinflussen den Anleihewert. Investoren, die rein von der Entwicklung des Spread profitieren wollen, müssen sich gegen das Zinsänderungsrisiko absichern.

## 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. Zeitzonunterschiede 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 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 prüfen:

Anlagen in außerbörslichen Unternehmen sind spekulativ und umfasst signifikante Risiken, u.a. Illiquidität, höheres Verlustpotential 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, unterliegt 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.

## Wichtige Hinweise

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.