Deutsche
Asset Management

CIO VIEW

Quarterly Juli 2017

Chinas Balanceakt

Zwischen Stabilisierung
und Stimulierung

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung.

Ziemlich beste Welten

Ein sehr gutes erstes Halbjahr liegt hinter uns, und wir rechnen mit einem guten zweiten. Die Zentralbanken bleiben akkommodierend, und wir erwarten erstmals seit Jahren wieder eine gleichzeitige Konjunkturbelebung in den Schwellen- und Industrieländern. Wir bewegen uns weiterhin nah am sogenannten Goldilock-Szenario: moderates Wachstum bei niedrigen Inflations- und Zinsraten. Vor allem Aktienmärkte mögen das.

Allerdings hat diese Idealkonstellation ihre Kehrseiten. Zum einen hat die Bewertung in fast allen Vermögensklassen historische Höchststände erreicht. Zum anderen hat es aber auch diese Vermögensinflation nicht vermocht, eine wesentliche Inflationskomponente in Gang zu bringen: Löhne. Das freut zwar die Unternehmer, aber nicht die Lohnempfänger. Ihre Unzufriedenheit ist ein Risiko der Goldilock-Welt. Denn aus Anlegersicht ergeben sich jetzt zwei Szenarien: weiterhin gute Margen und Bewertungen dank geringer Lohnkosten, mit dem Risiko sozialen Unfriedens. Oder Beschleunigung der Lohninflation, mit negativer Wirkung auf die Margen. Allerdings könnte eine bessere Stimmung und eine erhöhte Kaufkraft der Lohnempfänger zu höheren Umsätzen und somit zu einer gewissen Kompensation des Lohnkostenanstiegs führen.

Bei aller Freude über die Wahl Emmanuel Macrons, die ein wichtiger Baustein für unsere Präferenz Europas gegenüber den USA ist, verkennen wir nicht, dass diese Wahl zwei etablierte Parteien marginalisiert hat. Unzufriedene Lohnempfänger dürften auch für den Brexit und die Wahl Donald Trumps eine große Rolle gespielt haben. Wir werden also politische Strömungen im Auge behalten, auch wenn es unseres Erachtens zuletzt eine klare Verschiebung des Risikos von Europa in Richtung USA gegeben hat. Wir haben unter anderem deswegen unsere Euro-Dollar-Prognose geändert. Allerdings nur von 1,00 auf 1,10 US-Dollar je Euro, da wir ein Überschießen der Europa-Euphorie befürchten. Gleichzeitig würden wir auch Trump nicht abschreiben. Eine seiner herausragenden Stärken bleibt, es seinen Kritikern sehr schwer zu machen, ihn zu überschätzen. Bald könnte sich auch die Erwartungshaltung seiner Anhänger derart der bisherigen Regierungsrealität angepasst haben, dass schon kleine Erfolge gefeiert werden könnten – auch an den Börsen. Investoren werden sich also auch im zweiten Halbjahr viel mit Erwartungshaltungen beschäftigen müssen.

Stefan Kreuzkamp
Chief Investment Officer

„Wenn es weiter nur eine Vermögens-, aber keine Lohninflation gibt, könnte das selbst für die Anleger zum Problem werden."

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. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 12.07.2017

CIO|VIEW

Quarterly Juli 2017

FOKUS

Chinas investitionsgetriebenes Wachstumsmodell stößt an seine Grenzen. Die Regierung will daher das Schuldenwachstum bremsen und durch Erhöhung der Investitionseffizienz das Wachstum steigern.

Chinas ökonomischer Balanceakt 06

MAKRO

Insgesamt läuft die Weltwirtschaft rund. Aber das ist nicht die ganze Geschichte.

Von Schildkröten und Hasen 08

RENTEN

Wir leben weiterhin in einer Welt inflationslosen Wachstums und vorsichtiger Zentralbanken. Nichts währt indes ewig. Wir korrigieren unsere strategische Erwartung auf 1,10 US-Dollar zum Euro.

Anleihen: Goldlöckchen wohin man schaut? 10
Währungen: Parität adieu 12

AKTIEN

Das fundamentale Umfeld hat vor allem in Europa überrascht, während die Bewertungen besonders in den USA bereits ambitioniert sind. Wir bleiben konstruktiv, rechnen allerdings mit Rückschlägen.

Bewertungen im Überblick 13
Aktien laufen und laufen… 14

ALTERNATIVE ANLAGEN

Brexit und andere politische Risiken bieten Chancen für diskretionäre Makrostrategien. Während die politischen Risiken in Europa abgenommen haben, stiegen sie auf der anderen Seite des Atlantiks.

Scheidung auf Europäisch 16

MULTI ASSET

Da die Bewertungen in fast allen Vermögensklassen nicht mehr günstig sind, versuchen wir vor allem über relative Strategien Rendite zu erzielen. Wir bauen zudem Liquidität für Rücksetzer auf.

Mit geschlossenem Regenschirm 18
Allokation 20
Indikatoren 21

PROGNOSEN

Wir rechnen mit einer leichten Beschleunigung des weltweiten Wachstums und bleiben insgesamt konstruktiv. Für den Ölpreis (WTI) erwarten wir auf 12-Monatssicht 50, für Gold 1.200 US-Dollar.

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 24

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: 12.07.2017

Chinas ökonomischer Balanceakt

» Das Modell des kreditfinanzierten Wachstums stößt an Grenzen. Chinas Regierung muss auf strukturelle Reformen setzen. «

Chinas Regierung reagierte mit Unverständnis. Erstmals seit 1989 senkte Moody's die Bonitätsnote von Aa3 auf A1. Im Fokus standen bei der Neueinschätzung des Kreditrisikos im Mai die steigenden Schulden im Reich der Mitte. Insgesamt kletterten die Schulden der Unternehmen, privaten Haushalte und des Staates, gemessen am Bruttoinlandsprodukt, von Ende 2008 bis Ende 2016 von 141,3 auf 257,1 Prozent, wobei ein Großteil des Schuldenanstiegs auf die Staatsunternehmen und Lokalregierungen entfällt.[1] Der im Vergleich zur Wirtschaftsleistung sehr viel stärkere Anstieg der Schulden bewog Moody's zu diesem Schritt.[2]

Gleichzeitig erklärte die Ratingagentur jedoch auch, dass der Rückgang der Kreditqualität nur graduell ist und durch eine Vertiefung der Reformen eingedämmt werden kann. Chinas Regierung reagierte mit Unverständnis auf die Abstufung.[3] Sie sieht keine Gefahr einer Schuldenkrise und verwies darauf, dass bereits Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsektors eingeleitet wurden. Die Gebietskörperschaften und Staatsunternehmen wurden angewiesen, ihre Schuldensituation zu analysieren und Konsolidierungsmaßnahmen in Angriff zu nehmen.

Weiter auf Schuldenkurs

China hatte in den Vorjahren das Ausgaben- und Kreditwachstum gebremst und damit zugleich das Investitions- und Wirtschaftswachstum geschwächt. Positiv ist zu werten, dass die Wirtschaft trotz der monetären Bremsung auf Wachstumskurs geblieben ist. Nach unserer Einschätzung dürfte das auch so bleiben. Allerdings könnte das Schuldenwachstum weiterhin über dem Wirtschaftswachstum liegen. Die Schuldenquote der Wirtschaftsakteure in China erhöht sich damit weiter, was zwingend Nervosität mit sich bringt.

Ziel der Regierung unter Premierminister Li Keqiang ist daher, durch Regulierung und Steuerung des Finanzsektors für Vertrauen zu sorgen. Zahlreiche Infrastrukturprojekte regionaler Gebietskörperschaften sowie eine lockere Geldpolitik führten zu einem Bauboom und zu Preissprüngen bei Immobilien. Durch verschärfte Kreditvergaberegeln und Zinserhöhungen haben die Regierung und die Notenbank damit begonnen, den Bau- und Preisboom einzudämmen.

Dies dämpfte in den vergangenen zwei Quartalen den Immobilienpreisanstieg in den Metropolen des Landes deutlich. Zudem rückte im vergangenen Jahr auch der Schattenbankensektor verstärkt ins Visier des Staates. Da Kreditausfälle zu Verunsicherung führen und die Realwirtschaft belasten könnten, steuert die Regierung gegen. Sie weiß jedoch, dass Maßnahmen zur Stabilisierung des monetären Bereichs allein nicht ausreichen, um das Reich der Mitte wirtschaftlich voranzubringen.

Stabilisierung plus Reformen

Mit der Bekämpfung der Korruption und mit strukturellen Reformen wird gleichzeitig versucht, die Realwirtschaft des Landes zu stärken. Seit 2014 gab es 1,16 Millionen Ermittlungsverfahren und 2016 erste Erfolge bei der Eindämmung der Korruption.[4] Im Hinblick auf strukturelle Reformen stehen die wenig rentablen Staatsunternehmen im Mittelpunkt. Sie sollen ihre Investitionspläne kürzen. Dadurch will die Regierung Überkapazitäten in Sektoren wie Stahl, Aluminium, Zement, Raffinierung von Erdöl oder Papier reduzieren und gleichzeitig Investitionsmittel freisetzen, die von wachstumsstarken Privatunternehmen genutzt werden können. Tatsächlich gab es in den vergangenen beiden Quartalen einen deutlichen Rückgang des Investitionswachstums bei den Staatsbetrieben, während die Privatunternehmen, auf die etwas mehr als die Hälfte der Investitionssumme entfällt, ihr Investitionswachstum ausdehnen konnten.

Fazit

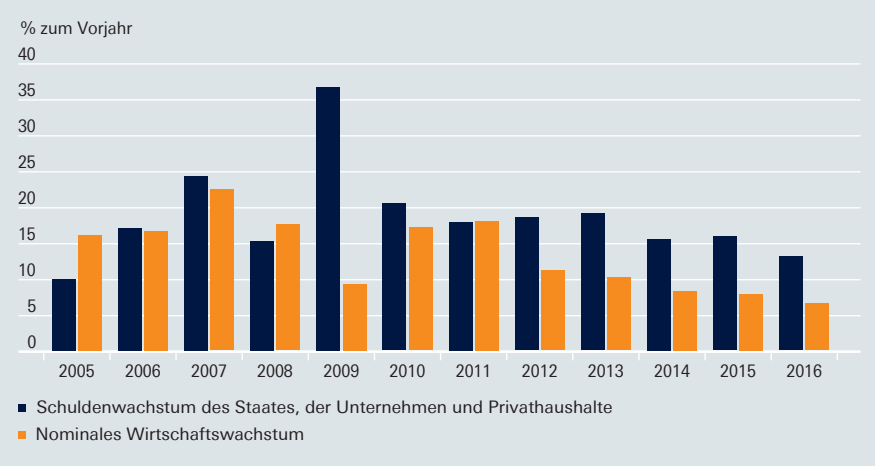
Festhalten lässt sich, dass Chinas Führung das Tempo des Schuldenanstiegs zwar begrenzen, gleichzeitig aber die Entwicklung bei den Investitionen nicht belasten möchte. Zudem will die Regierung den Finanzsektor stärker regulieren, dabei aber nicht die Investitionsmittel für innovative Wirtschaftsbranchen behindern. „Dies gleicht einem Balance-Akt, bei dem der Umbau der Wirtschaft im Vorder-

grund steht", erklärt Xueming Song, Chefökonom Asien bei der Deutschen Asset Management. Die Wirtschaft muss auf Wachstumskurs gehalten und gleichzeitig der Schuldenanstieg gebremst werden. Notwendige strukturelle Reformen wie der Abbau von Überkapazitäten bremsen die Wirtschaft. Kreditfinanzierte Ausgaben sorgen für wirtschaftliche Belebung, erhöhen aber die Schulden.

Der Ausweg für Chinas Regierung: Kredite, die in sinnvolle Investitionen fließen und damit zu zusätzlichem Wachstum führen. Ein Blick auf die Relation von Investitionsquote zu Wachstum in verschiedenen Ländern zeigt, dass China bei der Verwendung von Investitionsmitteln im Schwellenländervergleich unterdurchschnittlich abschneidet. Einen weit besseren Platz belegt in diesem Punkt Indien. Es dürfte daher ein Ziel von Chinas Führung sein, die Investitionseffizienz deutlich zu erhöhen: schnelleres Wachstum durch besseren Einsatz der Investitionsmittel. Das sollte wiederum helfen, den Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Schuldenquote des Landes zu reduzieren.

Steigendes Schuldenniveau

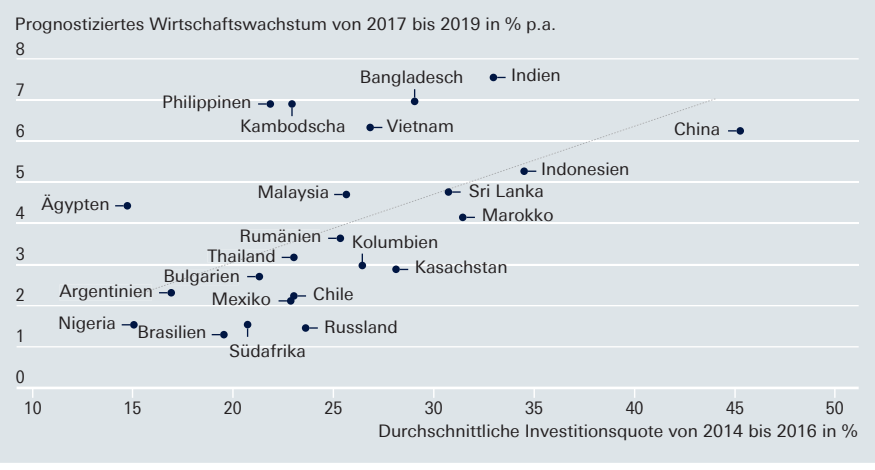
Chinas Schuldenwachstum geht zurück. Das Problem: Die Schulden wachsen immer noch schneller als das nominale Bruttoinlandsprodukt.



Quellen: Internationaler Währungsfonds, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich; Stand: 12.06.2017

Investitionseffizienz der Schwellenländer

Chinas Investitionsquote liegt bei 45 Prozent, das erwartete Wachstum bei 6,25 Prozent. Ziel Chinas ist es effizient zu investieren.



Quelle: Internationaler Währungsfonds; Stand: 12.06.2017

[1] Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: Total Credit to the non-financial sector. 12.06.2017
[2] Moody's Investors Service: Rating Action: Moody's downgrades China's rating to A1 from Aa3 and changes outlook to stable from negative. 24.05.2017
[3] Bloomberg: China Hit by First Moody's Downgrade Since 1989 on Debt Risk. 24.05.2017
[4] The Japan Times: China anti-corruption dive has punished 1.2 million. 10.01.2017

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: 12.07.2017

Von Schildkröten und Hasen

» Insgesamt läuft die Weltwirtschaft rund. Aber das ist nicht die ganze Geschichte. «

Phil Poole
Global Head of Research

IN KÜRZE

Die Erholung der Weltwirtschaft geht jetzt in das neunte Jahr.

Der „Schildkrötenzyklus" allein reicht aber nicht mehr, um die Welt zu erklären.

Denn es gibt auch einige Hasen. Bei denen ist unklar, ob sie den Schildkröten davon rennen, oder enttäuschen.

Schildkröten leben lange und bewegen sich langsam. Ähnlich geht es seit längerer Zeit mit der Weltkonjunktur zu, die sich mittlerweile im neunten Jahr des gemächlichen Aufschwungs befindet. Mit dem „Schildkrötenzyklus" allein lässt sich die Welt aber nun nicht mehr erklären. Denn einige Industrieländer erscheinen eher wie Hasen. Sie könnten entweder davonziehen – oder enttäuschen. So wie der Hase in Äsops Fabel.

Vor allem in Kontinentaleuropa insgesamt läuft die Wirtschaft eher mit Schildkrötengeschwindigkeit. Dank höherer Konsum- und Staatsausgaben beziffern wir das Wachstum in der Eurozone 2017 auf 1,8 und 2018 auf 1,6 Prozent. Einige kleinere Länder sind aber bereits wie die Hasen durchgestartet. Spanien scheint sich für einen hasenähnlichen Sprint zu rüsten – unsere Wachstumsprognose lautet für 2017 auf 2,7 Prozent. Und sogar für die Nachzügler wie Italien und Frankreich korrigierten wir unsere Wachstumsprognose vor kurzem leicht auf 1,2 Prozent. Nach den jüngsten Wahlen könnten auch in Frankreich endlich die Strukturreformen greifen, die anderswo bereits Früchte tragen.

Für die EZB stellt dieser Streichelzoo mit unterschiedlichem Wachstum, Arbeitslosigkeit und Inflationsraten seit jeher eine Herausforderung dar. Risiken gibt es, vor allem die Parlamentswahlen in Italien. Aber die Frage ist nicht, ob die EZB ihre QE-Programme allmählich auslaufen lässt, sondern wann. Aus heutiger Sicht könnte die offizielle Ankündigung im September erfolgen und der Einstieg in den Ausstieg Anfang 2018. Nach den Bundestagswahlen im September könnte erneut ein Schub zu einer stärkeren fiskalischen Integration und damit reibungsloseren Abläufen in der Eurozone erfolgen.

In den USA wurden die beispiellosen monetären Anschubprogramme bereits vor einiger Zeit zurückgefahren. Bis Juni 2018 dürfte die US-Notenbank zwei weitere Erhöhungen der Federal Funds Rate durchziehen. Sie könnte gegen Jahresende jedoch eine Pause einlegen, wenn sie weitere Einzelheiten zur Verschlankung ihrer Bilanz bekannt gibt.

Nach den US-Präsidentschaftswahlen im vergangenen Jahr sah die US-Wirtschaft plötzlich eher wie ein Hase aus. Groß waren die Hoffnungen auf die neue Regierung. US-Haushalte bleiben trotz magerer realer Einkommenszuwächse optimistisch. Da sich der Arbeitsmarkt langsam, aber stetig der Vollbeschäftigung nähert, dürften die Arbeitskosten steigen. Unternehmen investieren wieder stärker, und die Finanzierungsbedingungen sind insgesamt günstig.

Aber der amerikanische Hase hat sich leider als recht sprunghaft erwiesen – wie die wilden Ausschläge bei den Konsenswachstumsprognosen zeigen. Wir waren von Anfang an skeptisch, was die rasche Umsetzung der Trump-Agenda angeht. Aber nun könnte es durchaus sein, dass der Kongress die inzwischen niedrigen Markterwartungen übertrifft, zum Beispiel bei Steuersenkungen für Unternehmen. Die US-Politik ist von außergewöhnlich hoher

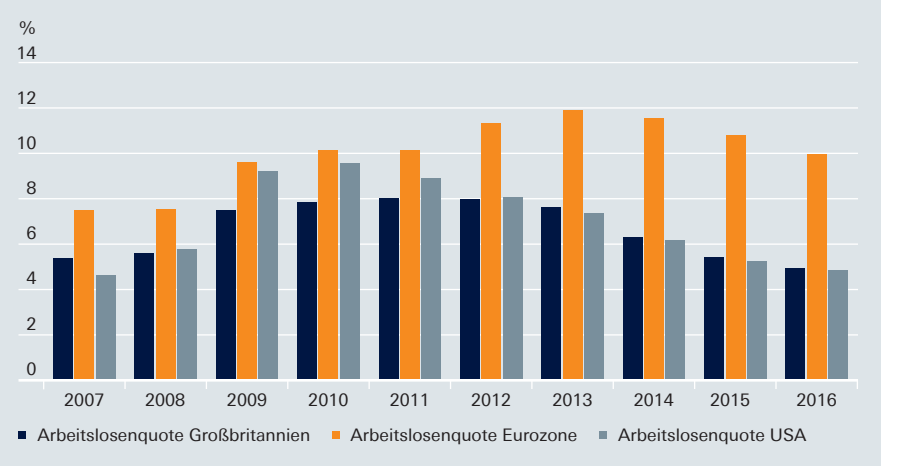
Unsicherheit geprägt. Protektionistische Maßnahmen könnten neue Kopfschmerzen verursachen. Wir nehmen unsere US-Wachstumsprognosen für 2017 und 2018 leicht auf 2,1 und 2,3 Prozent zurück.

Das Vereinigte Königreich sehen manche eher als eine Herde Lemminge, die ins Unbekannte stürmen. In Japan bessern sich die Wachstumsaussichten dagegen stetig. Für die Inlandsnachfrage bleiben die japanischen Verbraucher entscheidend. Der Arbeitsmarkt erscheint erfreulicherweise sehr angespannt. Japan profitiert auch von der höheren Nachfrage nach seinen Exporten. Ein Grund hierfür ist die Stabilisierung der Schwellenländer. Dank Strukturreformen in Ländern wie Südkorea und Indien zieht das Produktivitätswachstum an. Die Aussichten für Brasilien bleiben trübe, aber Russland erlebt einen bescheidenen Aufschwung.

Und dann ist da noch China, wo die jüngsten Daten gemischt waren. Der chinesische Drache scheint jetzt nach drei Jahren Sinkflug eine neue stabile Flugbahn gefunden zu haben. Wir rechnen mit einem Wachstum von 6,5 Prozent für 2017 und 6,3 Prozent für 2018. Die altbekannten Herausforderungen bleiben bestehen. Vieles könnte den Drachen zum Feuerspucken bringen. Zum jetzigen Zeitpunkt liegt die Quelle der Volatilität eher in den USA als in Peking. Der Ausgang der nächsten Runden des ewigen Wettlaufs zwischen dem amerikanischen Hasen und der europäischen Schildkröte ist jetzt offener als gewohnt. Diese Schlüsselaussage unterstreicht unsere 12-Monats-Prognose, einschließlich unserer Wechselkursprognose.

Arbeitslosigkeit in Eurozone weiterhin hoch

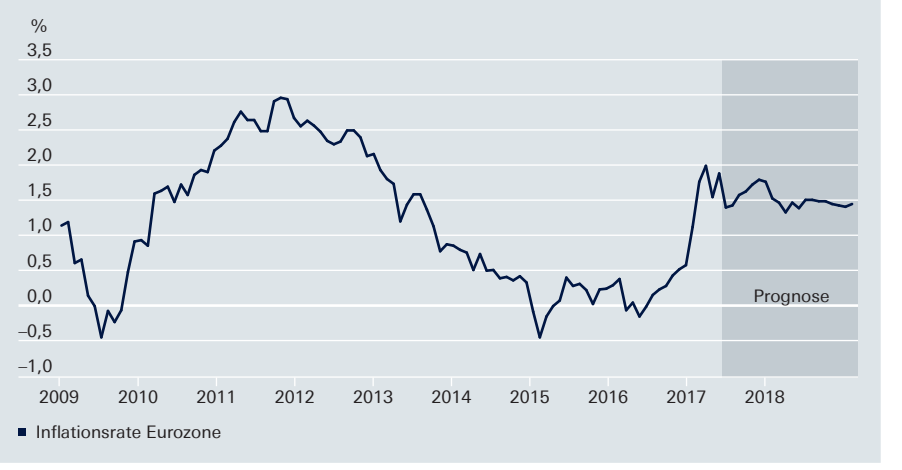
Im Vereinigten Königreich und den USA herrscht beinahe Vollbeschäftigung. Die Eurozone könnte wohl noch Jobs schaffen, ohne die Inflation anzuheizen.



Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 21.06.2017

Inflation in der Eurozone weiter gedämpft

Die Teuerungsrate in der Eurozone bleibt deutlich unter der EZB-Zielmarke von 2 Prozent. Dank der lockeren Geldpolitik scheint eine Deflation abgewendet.



Quellen: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 21.06.2017

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: 12.07.2017

Goldlöckchen wohin man schaut?

» Wir leben weiterhin in einer Welt inflationslosen Wachstums und vorsichtiger Zentralbanken. Es sieht gut aus – vorerst. «

Joern Wasmund
Global Head of Fixed Income/Cash

IN KÜRZE

Wir rechnen weder mit einer Rückkehr zu historisch niedrigen Renditen noch einem Ausverkauf an den Rentenmärkten.

In den meisten Industrieländern dürften die Zinsen künftig steigen.

Wir sehen Chancen in allen Anleiheklassen und bei Investment-Grade-Anleihen in den USA und in Europa.

US-Wachstum schwächer als erwartet, abnehmende politische Risiken und Inflationserwartungen in Europa: Renteninvestoren konnten sich in letzter Zeit gewiss nicht über eine Nachrichtenflaute beschweren. Und dazu noch die Spekulationen, wann und wie die Europäische Zentralbank (EZB) der US-Notenbank (Fed) folgt und ihr ungewöhnliches geldpolitisches Anreizprogramm zurückfährt.

Vor diesem Hintergrund ist weder mit einer Rückkehr zu historisch niedrigen Renditen noch mit einem Ausverkauf an den Rentenmärkten zu rechnen. In den USA hat die „Trumphorie" nachgelassen und der Skepsis über tiefgreifende politische Veränderungen Platz gemacht. Die Fed bleibt inzwischen trotz eines im ersten Quartal erneut enttäuschenden Wirtschaftswachstums auf Kurs. Der erste Zinsschritt fand im Juni statt, zwei weitere dürften in den kommenden zwölf Monaten folgen. Bis zum Jahresende könnte die Fed-Vorsitzende Janet Yellen weitere Details zur Reduzierung der Fed-Bilanz liefern. Ein Schrumpfen der Bilanz würde den Bedarf nach zusätzlichen Zinserhöhungen vermutlich begrenzen. Die konjunkturelle Dynamik in der Eurozone erscheint robust. Auch China wirkt stabil. Daher verwundert es nicht, dass die „Goldilocks"-Wirtschaft wieder in aller Munde ist. Die Weltkonjunktur erscheint, wie der Brei im Märchen, weder zu heiß noch zu kalt. Aus Sicht der Märkte trifft die Goldlöckchen-Metapher, zumindest für Unternehmensanleihen, zu. Aber nicht für Staatsanleihen. In den meisten Industrieländern dürften die Zinsen von den aktuellen Ständen aus steigen, sodass die Gesamterträge von langfristigen US-Treasuries und Bundesanleihen in den nächsten zwölf Monaten negativ oder bestenfalls nahe bei Null liegen dürften. Auch bei mit höheren Risiken behafteten Staaten wie Italien und Spanien sind die Renditeaufschläge nun sehr überschaubar.

Daher werden die Zentralbanken wohl kaum aggressiver vorgehen. Seit der Finanzkrise scheint sich die Kommunikationspolitik der Zentralbanken verbessert zu haben. Die Welt könnte also stärker auf die Realwirtschaft treffende Schocks wie Ölpreisänderungen reagieren als auf geldpolitische Schocks. Noch ist der Ausgang des ungewöhnlichen Experiments mit Quantitative Easing (QE) ungewiss. Bis dahin sehen wir jedoch Chancen in allen riskanteren Anleiheklassen.

Solider Ausblick für Anleihen

Obwohl die Gesamterträge durch die Duration belastet werden, bleibt unser Ausblick für Investment-Grade-Anleihen (IG) in den USA und Europa positiv. Risikobereinigt bieten IG-Anleihen unverändert Potenzial. Auf beiden Seiten des Atlantiks bieten Kapitalzuflüsse und niedriges Angebot Unterstützung. US-Anleihefundamentaldaten sind überwiegend stabil und könnten von Steuersenkungen und Deregulierung profitieren. Die Wirtschaft in der Eurozone liegt ebenfalls im Aufwärtstrend.

Wir favorisieren Anleihen von Finanzunternehmen wie Banken und Real Estate Investment Trusts (REITs) in den USA sowie von Banken und Versicherern in Europa. Positiv sehen wir auch den US-Technologiesektor, während wir US-Versorger, Einzelhändler, nichtzyklische Konsumgüter sowie europäische Telekommunikations-, Grundstoff- und Energiesektoren untergewichten. Konstruktiv bleiben wir bei Hochzinsanleihen, rechnen aber nicht mit einem weiteren Schwinden der Risikoaufschläge. China und fallende Ölpreise sind die größten Risikofaktoren, und so üppig sind die Renditen nun auch nicht mehr. Eine sorgfältige Titelauswahl bleibt entscheidend.

Staats- und Unternehmensanleihen der Schwellenländer sind für uns die interessanteste Anlageklasse. Besonders Asien scheint durch den weltweiten Aufschwung und Kapitalzuflüsse gut unterstützt. Es sieht gut aus – vorerst. Aber wie besonders Anleger in den Schwellenländern wissen, dauern Goldilocks-Szenarien selten ewig.

Für Ölexporteure wie Russland stellen weiter sinkende Ölpreise das größte Risiko dar. Und nicht zu vergessen: Zuletzt sprach man unmittelbar vor der globalen Finanzkrise von einer Goldilocks-Wirtschaft. In älteren Fassungen des Märchens ist Goldlöckchen kein kleines hübsches Mädchen, sondern eine alte runzelige Jungfer – vergleichbar mit der derzeitigen, langlebigen Erholung.

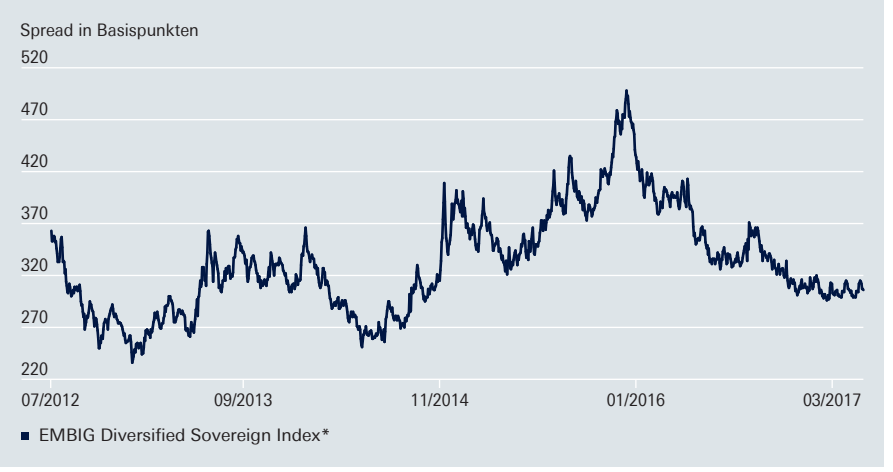
Die US-Zinsstrukturkurve und abklingende „Trumphorie"

Nach den Wahlen im November 2016 wurde die US-Zinskurve steiler, flachte aber aufgrund des schwindenden Vertrauens in die neue Regierung wieder ab.

Quellen: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH, Stand: 29.06.2017

Spreads zu Schwellenländeranleihen geschrumpft

Für Schwellenländer wurde die Kreditaufnahme in Fremdwährung günstiger. Dabei halfen gute Solvenzindikatoren und ein geringes Angebot.



Quellen: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan Chase & Co; Stand: 29.06.2017
*Der J.P. Morgan Emerging Markets Bond Global Diversified Sovereign Spread Index bildet den Spread der liquidesten, in Hartwährung denominierten Staatsanleihen aus Schwellenländern gegenüber US-Staatsanleihen der gleichen Laufzeit ab.

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: 12.07.2017

Parität adieu

» Wir revidieren unsere 12-Monatssicht für den US-Dollar auf 1,10 zum Euro «

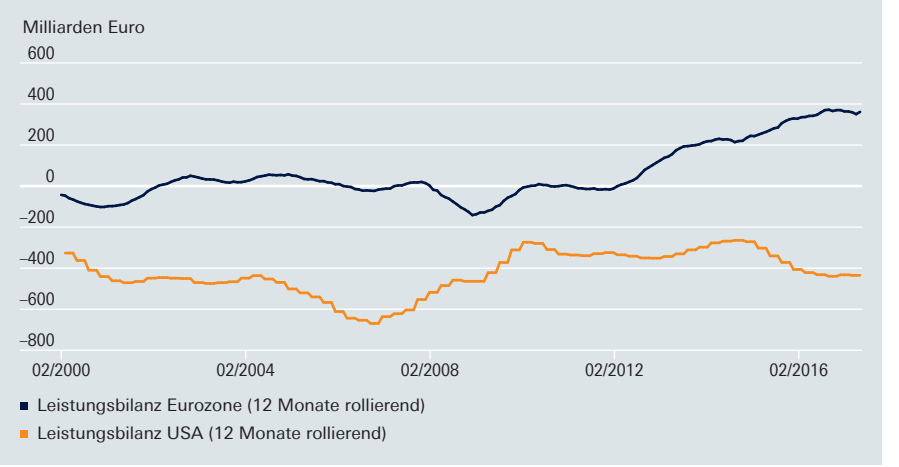
Dirk Aufderheide
Chief Currency Strategist

Nichts währt ewig. Seit 2014 haben wir mit einem gegenüber dem Euro anhaltend starken US-Dollar gerechnet. Jetzt korrigieren wir unsere strategische Erwartung auf 1,10 US-Dollar zum Euro. Vieles spricht für den Euro. Annualisiert wurde in der Eurozone seit 2012 ein Überschuss von mehr als 350 Milliarden Euro im Handel mit Waren und Dienstleistungen erzielt – im Gegensatz zum hohen und dauerhaften Leistungsbilanzdefizit der US-Wirtschaft. In den nächsten zwölf Monaten könnten auch die Zinsabstände den Euro stützen. Bereits jetzt mehren sich die Anzeichen, dass der EZB-Rat langsam anfängt, über einen Ausstieg aus dem QE-Programm nachzudenken. Wechselkurse folgen in der Regel langfristigen Trends. Der Wendepunkt könnte bereits erreicht sein.

Warum also nur 1,10 USD und nicht mehr? Weil die Märkte allmählich beginnen, von der Eurozone zu viel zu erwarten, was so schnell kaum geliefert werden dürfte. Natürlich sind die politischen Risiken in Europa nach den jüngsten Wahlen kleiner geworden. Im Gegensatz dazu ist die politische Lage in den USA so unübersichtlich wie seit langem nicht mehr. Aber die europäische Währung ist nach wie vor sehr verwundbar. Solange es keine deutlicheren Belege dafür gibt, dass ihre strukturellen Mängel behoben werden, müssten wir noch deutlichere Anzeichen für ein höheres Wachstum oder eine aggressivere EZB sehen, damit wir unsere Prognose noch weiter anheben können. Nach den Bundestagswahlen besteht dazu vielleicht die Chance – davor könnten sich aber noch einige politische Dramen abspielen.

Leistungsbilanzsalden Eurozone und USA

Durch steigende Wettbewerbsfähigkeit und höhere inländische Sparaufkommen weist die Eurozone beträchtliche Leistungsbilanzüberschüsse auf.

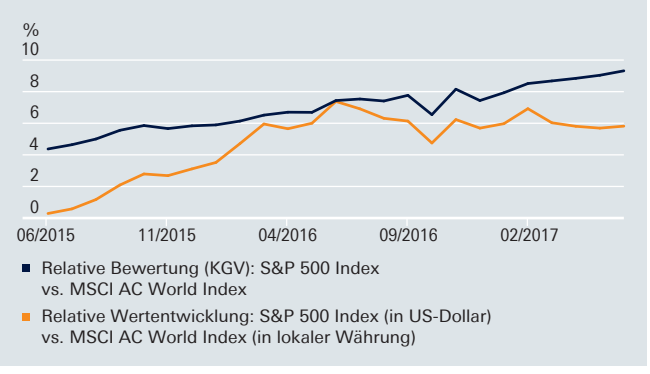


Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 21.06.2017

Bewertungen im Überblick

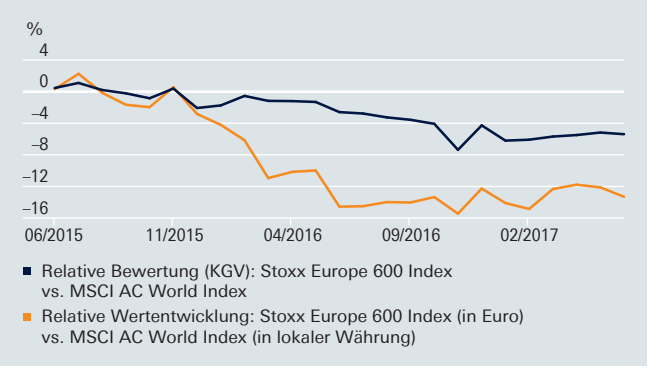
Aktien USA

Für 2017 erwarten wir solide Gewinnzuwächse. Unternehmen und Verbraucher sind zuversichtlich gestimmt und blicken auf ein gutes erstes Quartal zurück. Aufgrund der hohen Bewertung, der politischen Enttäuschungen und der hohen Marktsensitivität gegenüber fallenden Ölpreisen entfernen wir uns taktisch vom Markt, bleiben strategisch aber neutral.



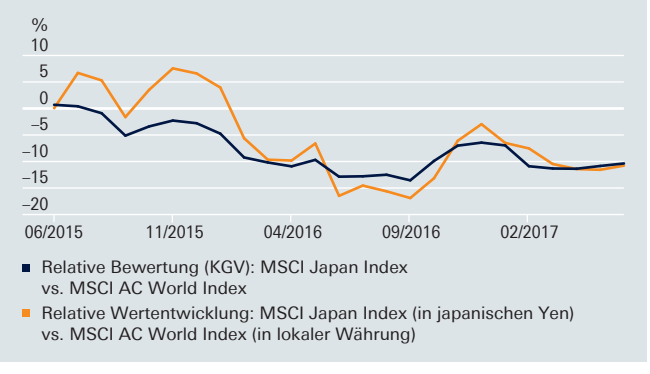
Aktien Europa

Nach der Wahl in Frankreich ist die Gefahr eines Auseinanderbrechens der EU erst mal vom Tisch. Weiterhin unterstützend wirken das Makroumfeld und die EZB. Das Gewinnwachstum überrascht bislang positiv. Wir bleiben übergewichtet in der Eurozone und mögen besonders Deutschland, da hier Geschäftserwartungen auf Rekordhöhen rangieren.



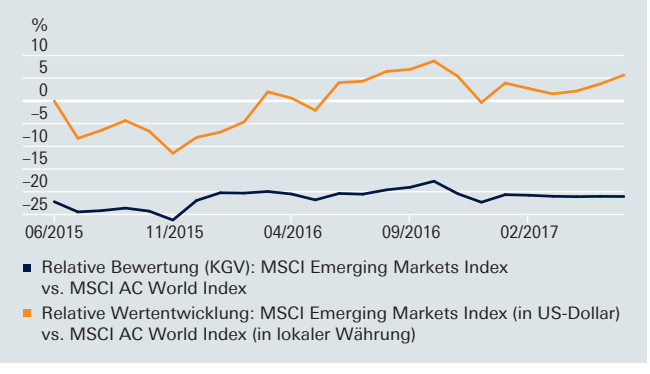
Aktien Japan

Die Firmen zeigten sich in der Berichtssaison zuversichtlicher als erwartet, weshalb wir unsere Sicht wieder auf neutral erhöhen. Strukturelle Reformen entfalten sich, und die Bilanzen sind solide. Die Geldpolitik der BOJ ist noch unklar. Politische Spannungen in Korea und die Gefahr einer Stärkung des Yen bremsen unseren Optimismus jedoch.



Aktien Schwellenländer

Ein gutes Makroumfeld, erhöhter EM-Binnenhandel, verblassende Sorgen vor US-Handelsrestriktionen und die Gewinnerholung – diese Trends gelten weiter. Reformen und sinkende Inflationszahlen, vor allem in Asien, und ein voraussichtlich schwächerer Dollar bestätigen unser regionales Übergewicht während wir gegenüber Lateinamerika skeptisch bleiben.



Quellen: FactSet Research Systems Inc., Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 27.06.2017

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: 12.07.2017

Aktien laufen
und laufen und …

» Wir bleiben auf Jahressicht positiv auf Aktien gestimmt,
da der Konjunkturzyklus fortbesteht. Mit Rücksetzern ist zu rechnen. «

Thomas Schüßler
Global Co-Head of Equities

Andre Köttner
Global Co-Head of Equities

IN KÜRZE

Vor allem für Aktien aus Europa und den Schwellenländern sehen wir noch Potenzial.

Die hohe Bewertung und das rückschlagfreie erste Halbjahr mahnen jedoch zur Vorsicht.

Wir geben zu, die Verlockung ist groß, an dieser Stelle einfach wieder den Text vom Vorquartal zu verwenden. Nicht, weil er so außerordentlich brilliant war (auch wenn wir so dächten, wäre es unanständig, das hier als Grund aufzuführen), sondern weil sich Aktienanleger heute genau den gleichen Fragen wie im März stellen müssen. Das mag angesichts der politischen Ereignisse vor allem in Europa und den USA überraschen. Doch die Aktienmärkte zeigten sich den politischen Entwicklungen gegenüber geradezu agnostisch und zogen mit einer solchen Seelenruhe immer neuen Rekorden entgegen, dass einige Investoren schon wieder ganz unruhig wurden. Im ersten Halbjahr bewegte sich der S&P 500 Index ganze vier und der Stoxx Europe 600 Index sieben Mal um mehr als ein Prozent nach oben oder unten. Müssten sich bei solch geringen Schwankungsbreiten nicht auch risikoaverse Anleger – der durchschnittliche deutsche Privatanleger etwa – endlich mit dieser Vermögensklasse anfreunden können? Jeder Aktienfondsmanager würde dies begrüßen. Doch könnte das junge Aktienglück schnell wieder getrübt werden und die alte Skepsis zurückkehren. Denn vor allem in den USA befürchten wir, dass die Aktienindizes den Fakten etwas vorausgeeilt sind – pre- statt post-faktisches Verhalten also. Wir sehen daher ein gewisses Risiko für einen Rücksetzer der US-Aktien über die Sommer- oder Herbstmonate. Erfahrungsgemäß blieben davon auch andere Indizes nicht unberührt. Insbesondere, wenn es sich um eine stärkere Korrektur handeln sollte. Im Frühjahr 2016 war letztmals eindrucksvoll zu erkennen, wie schnell korrigierende Märkte eine negative Eigendynamik entwickeln können. Gerade dann, wenn sich zu viele Investoren der Lage zu sicher sind.

Dabei ist unbestreitbar, dass im Moment vieles für Aktien spricht: Das globale Wirtschaftswachstum wird sich unserer Meinung nach dieses Jahr beschleunigen, und die Zentralbanken bleiben in Summe akkommodierend. Zudem verdichten sich die Anzeichen, dass das zweite Berichtsquartal der Unternehmen an das gute erste Quartal anknüpfen können wird. Vor allem deutsche Firmen berichten geradezu euphorisch von ihren Geschäftsaussichten. In so einem Umfeld möchte naturgemäß keiner der Erste sein, der das Ende der Rallye ausruft und damit womöglich einige Zeit falsch liegt. Und wer möchte schon Rendite liegenlassen und den Markt zu früh verlassen? Also bleibt man investiert und beruhigt sich damit, diesmal ganz bestimmt rechtzeitig auf sich eintrübende Indikatoren zu schauen und zu reagieren.

Denn natürlich wissen die meisten Anleger, dass Überraschungen

und positives Momentum endlich sind. Auch Konjunkturzyklen sind endlich. Allerdings, um diesen Abschnitt mit einer versöhnlichen Note zu schließen, enden sie nicht allein aufgrund fortgeschrittener Dauer. Auch wenn sich Marktteilnehmer, die schon ein paar Zyklen mitgemacht haben, immer noch wundern mögen, aber der jetzige Zyklus, so flach er ist, läuft und läuft.

Sektoren – wir mögen Wachstumswerte

Der Charakter dieses ungewöhnlichen, in Würde alternden Zyklus führt dazu, dass der Mix der von uns präferierten Sektoren – Technologie, Finanzen und Grundstoffe – keinem typischen Zyklusstadium entspricht. Vom Technologiesektor erwarten wir, dass er auch ohne starken konjunkturellen Rückenwind Umsatzwachstum erzielen kann. Der Finanzsektor hingegen ist Nutznießer steigender Zinsen. Zudem ist er im historischen Kontext günstig bewertet. Die günstige Bewertung trifft auch auf den Grundstoffsektor zu – insbesondere auf den Subsektor Metalle und Bergbau – der zudem von sich stabilisierenden Rohstoffpreisen und weiter stabiler Industrietätigkeit in China profitiert. Den Subsektor Chemie mögen wir weniger, auch wenn wir hier weiter rege M&A-Aktivitäten erwarten.

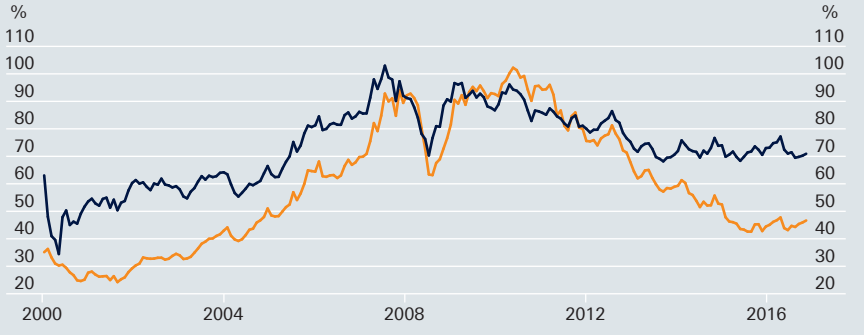
Beim IT-Sektor hingegen sind die Unternehmenswerte der größeren Spieler auf solche Dimensionen angewachsen, dass in diesen Regionen nicht mehr an M&A-Aktivitäten zu denken ist. Die fünf Firmen mit der höchsten Marktkapitalisierung der Welt entstammen alle diesem Sektor, vier davon mit Schwerpunkt Internet. Die Digitalisierung der Industrie ist in vollem Gange, IT-Sicherheitsthemen erhalten mehr Budget, und auch im IT-Konsumbereich ist kein Ende der kurzen Innovations- und Produktzyklen in Sicht. Im Vergleich zur Tech-Blase zur Jahrtausendwende verdient der Sektor mehr als auskömmliche Margen und bewegt sich bewertungstechnisch auf ganz anderem Niveau.

Unter den Substanzwerten – der Begriff ist in diesem Zusammenhang gewöhnungsbedürftig – präferieren wir bereits seit einiger Zeit die Finanztitel. Der Sektor profitiert von jeder Zinserhöhung. Zudem haben genug Institute mittlerweile ihre Bilanzen so gestärkt, dass mit steigenden Ausschüttungen zu rechnen ist. Beim Thema Regulierung scheint der aus Sektorsicht negative Höhepunkt überschritten zu sein.

Anders als bei diesen drei Sektoren haben wir bei Energie unsere Einschätzung jüngst geändert. Wir sind wieder auf Neutral zurückgegangen, nachdem es bis dato auch die verlängerte Produktionsbegrenzung der OPEC nicht geschafft hat, den Ölpreis zu stabilisieren. Untergewichtet sind wir bei den drei defensiven, zinssensitiven Sektoren Versorger, Telekommunikation und Immobilien.

Trendwende bei den Schwellenländern?

Relativ zum S&P 500 haben die Schwellenländer ihren langjährigen Abwärtstrend vor über einem Jahr beendet. Nun erwarten wir einen Aufwärtstrend.



Quellen: FactSet Research Systems Inc., Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 27.06.2017

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: 12.07.2017

Scheidung auf europäisch

» Brexit und andere politische Risiken bieten Chancen für diskretionäre Makrostrategien. «

Tim Gascoigne
Head of Hedge Fund Advisory

IN KÜRZE

Wir leben in unsicheren Zeiten.

Aufgrund höherer politischer Unsicherheit, besonders in den USA, bekräftigen wir unseren positiven Ausblick für diskretionäre Makrostrategien.

Auch für Stock-Picking verbessert sich das Umfeld, auch aktienmarktneutrale Strategien dürften profitieren.

Bei Rosenkriegen und Ehescheidungen geht es nur selten schnell. Auch ist es wenig hilfreich, seinen Anwälten kurz vor Abschluss neue Marschbefehle zu erteilen. Genau in dieser Situation befindet sich jetzt das Vereinigte Königreich (UK). Premierministerin Theresa May wollte ihren Rückhalt im Parlament durch vorgezogene Neuwahlen ausbauen. Stattdessen entstand ein Patt. Die angeschlagene Theresa May braucht jetzt die Unterstützung der nordirischen Democratic Unionist Party, um an der Regierung zu bleiben und eine weitere Wahl zu vermeiden. Das Ergebnis der Brexit-Verhandlungen ist nun noch offener als zuvor. Jetzt könnte sogar eine Vereinbarung getroffen werden, durch die das UK viele der Vorteile eines Mitglieds der Europäischen Union (EU) behält („weicher" Brexit). Nicht einmal eine Umkehr der Brexit-Entscheidung scheint völlig ausgeschlossen. Aber auch die Gefahr eines katastrophalen Ausgangs ist gestiegen, falls nun beide Seiten auf waghalsige Verhandlungstaktiken setzen.

Diese Unsicherheit kann für Hedgefonds Chancen bieten. So haben diskretionäre Makro-Strategien bereits von der Auslösung von Artikel 50 im ersten Quartal profitiert. Die von den Verhandlungen erwarteten Unsicherheiten führten zu nachhaltigen Investitionen in britische Staatspapiere, die in diesem Quartal bei Anleihen mit am besten abschnitten. Davon haben einige Fonds profitiert. Ähnlich sah es in Kontinentaleuropa aus, wo die Volatilität hauptsächlich vom Wahlrisiko in Frankreich und den Niederlanden ausging.

Mehr Chancen am Horizont

Während die politischen Risiken in Europa abgenommen haben, wurden sie auf der anderen Seite des Atlantiks größer. Aktuell hängt die Überlebenschance der Gesundheitsreform von US-Präsident Donald Trump am seidenen Faden und verdeutlicht die Spaltung innerhalb der regierenden Republikanischen Partei. Kein allzu gutes Zeichen für andere Teile der Trump-Agenda, die den Gesetzgebungsprozess durchlaufen müssen. Eines haben sicherlich alle von der Präsidentschaft Trumps gelernt: Erwarte das Unerwartete.

Aufgrund höherer politischer Unsicherheit auf beiden Seiten des Atlantiks bekräftigen wir unseren positiven Ausblick für diskretionäre Makrostrategien. Höhere Zinsen, Ausschläge an den Devisenmärkten und relativ volatile Rohstoffmärkte schaffen hier ebenfalls neue Chancen. Insgesamt verläuft die Entwicklung mit einer breiten Mischung aus direktionalen und Relative-Value-Strategien solide. Allerdings ist hier anzumerken, dass einzelne Manager bei diskretionären Makrostrategien sehr unterschiedlich abschneiden. Die Auswahl des Managers bleibt entscheidend, nicht zuletzt, weil politisch sprunghafte Zeiten richtige Entscheidungen erschweren.

Das Umfeld hat sich auch für die Auswahl von Einzeltiteln verbessert;

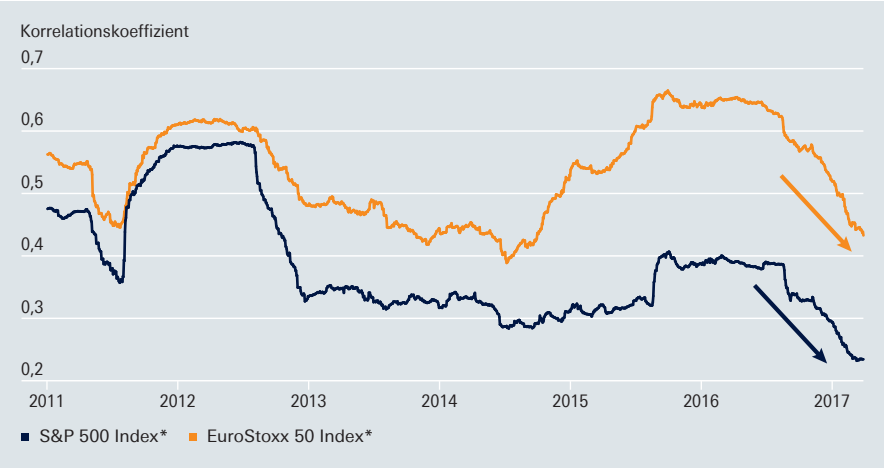
besonders paarweise Korrelationen wie zwischen den Aktien von zwei Unternehmen sind zurückgegangen und die Streuung ist gestiegen. Daher haben wir den Ausblick für Equity-Market-Neutral-Strategien auf positiv korrigiert. Long/Short Equity-Strategien wurden ebenfalls hochgestuft, allerdings lediglich auf neutral, da wir unseren leicht negativen Ausblick für den gesamten Markttrend abschwächen mussten.

Event-Driven-Strategien profitieren ebenfalls vom besseren Stock-Picking-Umfeld. Merger Arbitrage wird dagegen schwieriger, da sich Mergerspreads für angekündigte Übernahmen deutlich eingeengt haben. Es kam auch zu etwas weniger und weniger umfangreichen Deals. Aufgrund des chancenärmeren Umfelds müssen wir einen der Treiber, die wir zur Einschätzung von Event-Driven-Strategien verwenden, anpassen. Daher setzen wir unseren Ausblick hier auf neutral.

Commodity-Trading-Advisor-Strategien (CTAs) dürften von anziehender Volatilität ebenso profitieren wie von dauerhaften Trends an den Assetmärkten. Zeitpunkt und unmittelbare Auslöser eines Volatilitätsanstiegs stehen wie immer in den Sternen. Während Probleme für Trump und Rückschläge beim Brexit einleuchtende mögliche Gründe sind, ist eine fortgesetzt niedrige Volatilität nicht auszuschließen. Bei Credit-Strategien sind wir neutral, steigende Zinsen könnten hier abträglich sein. Bei Distressed-Strategien bleiben wir aufgrund der sehr niedrigen Ausfallquoten negativ.

Gute Nachrichten für Stock-Picker

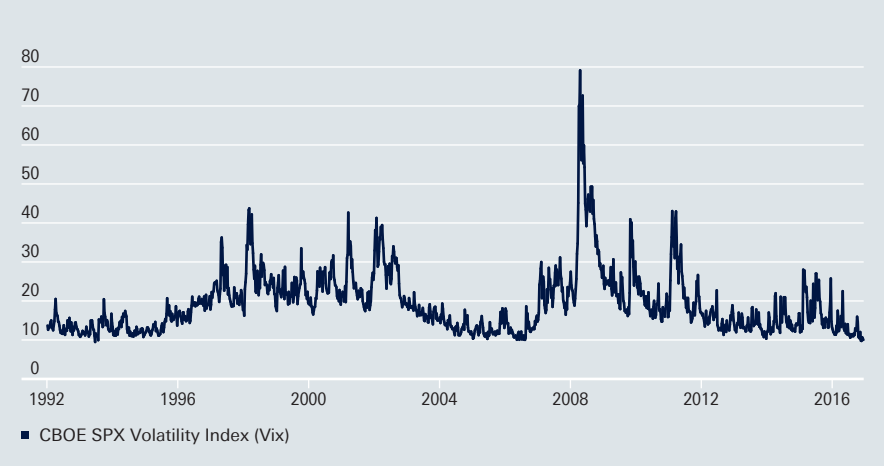
In Europa und den USA sind Aktienkorrelationen weiter gefallen – gut für Hedgefonds mit Spezialisierung auf die Analyse einzelner Aktien oder Branchen.



Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH, Stand: 31. März 2017
*Chart zeigt die rollierenden 1-Jahr-Kreuzkorrelationen der S&P 500- und Euro Stoxx 50-Unternehmen anhand der täglichen Rendite

Aber Volatilität bleibt niedrig

Implizite Volatilität bleibt sehr niedrig. Von einem Anstieg würden vor allem Equity-Market-Neutral und Discretionary-Macro Strategien profitieren.



Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand: 27.06.2017

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: 12.07.2017

Mit geschlossenem Regenschirm

» Im gegenwärtigen Konjunkturstadium bleiben wir agil und opportunistisch. Auf Marktkorrekturen sind wir vorbereitet. «

Christian Hille
Head of Multi Asset

IN KÜRZE

Der Konjunkturzyklus wird älter, doch er hält an.

Wir bewegen uns taktisch agil zwischen den Vermögensklassen und Durationen.

Wir bauen Liquidität auf, um von Marktschwächen profitieren zu können.

Nimmt man seinen Schirm mit, ist Ärger vorprogrammiert, da es genau dann meist nicht regnet. Lässt man ihn aber zu Hause, ärgert man sich auch, weil es dann bestimmt regnen wird. Doch längeres Ärgern führt zu Magenschmerzen. Die vermeiden wir gerne: Denn wir betrachten die Mitnahme des Schirms als notwendige Maßnahme, um sich gegen Regen zu schützen. Sei es, weil es wirklich regnet, oder eben, weil es erfahrungsgemäß genau dann nicht regnet.

Im Kapitalmarktkontext heißt das: Wir ärgern uns nicht, wenn wir uns „umsonst" abgesichert haben. Umsonst ist die Absicherung ohnehin nicht, sie kostet die Versicherungsprämie. Als solche kann man auch den Preis für Indexoptionen bezeichnen. Aktuell sichern wir uns nicht direkt über Verkaufsoptionen ab. Aber wir nehmen punktuell Risiko aus unseren Portfolios, erhöhen die Liquidität und partizipieren am Marktaufschwung teilweise über Indexkaufoptionen, was das Verlustrisiko reduziert. Wir setzen also auf steigende Volatilität, auch wenn man damit schon lange kein Geld mehr verdient hat. Denn die Volatilität fällt und fällt, scheinbar beinah unabhängig von den Überraschungen der Weltpolitik. Aber wir wollen mit der Volatilität kein Geld verdienen, sondern unser Portfolio diversifizieren.

Vieles spricht für weiter steigende Märkte

Um keine Missverständnisse aufkommen zu lassen: Wir haben mit wenigen Ausnahmen auf 12-Monatssicht eine konstruktive Sicht auf die Vermögensklassen. Der fortgeschrittene Zyklus verwöhnt Anleger weiterhin mit Zutaten, die man gemeinhin dem Goldilock-Szenario zuschreibt: ein Wirtschaftswachstum, das weder zu schnell noch zu langsam verläuft, geringe Inflation und sehr kapitalmarktfreundliche Zentralbanken. Dazu kommen steigende Unternehmensgewinne, Stimmungsindikatoren auf hohem Niveau und wider Erwarten skeptische Aktienanleger.

Doch es gibt auch Faktoren, die uns vorsichtig werden lassen. Etwa die bereits genannte rekordniedrige Volatilität bei vielen Risikoanlageklassen, die dazu führt, dass viele risikobasierte Strategien den Anteil ihrer riskanteren Anlagen hochfahren. Das könnte, ebenso wie die hohe Anzahl der auf weiter fallende Volatilität setzenden Anleger, im Falle einer ausgeprägten Marktkorrektur schnell zu sich selbst verstärkenden Abwärtsdynamiken führen. Auch sind beileibe nicht alle Indikatoren so positiv, wie ein Blick auf unseren Surprise-Indikator zeigt. Aus dem wieder schwächelnden Ölpreis können sich Gefahren ergeben, vor allem für das US-Hochzinssegment. Und natürlich könnte man auch die sich weiter abflachende US-Zinskurve negativ interpretieren. Von weiteren politischen Überraschungen ganz zu schweigen.

Wir bauen Liquidität auf

Es mangelt also nicht an Spielverderbern, die die Kapitalmarktparty

zumindest unterbrechen könnten. Wir halten deshalb einen Teil unseres Pulvers trocken, da wir eine Korrektur unter heutigen Gesichtspunkten dazu nutzen würden, Risikopositionen wieder auszubauen. Konsequenterweise haben wir unsere Bestände in der Kasse, bei kurzlaufenden Anleihen, Gold und US-Zinspapieren erhöht.

Dessen ungeachtet versuchen wir im gegenwärtigen Marktumfeld vor allem mit relativen Strategien Rendite zu erzielen. Europa und die Schwellenländer bevorzugen wir bei Aktien gegenüber den USA. In den Schwellenländern bauen wir Unternehmensanleihen aus dem Hochzinsbereich ab, zugunsten von Hartwährungsanleihen. Aus europäischer Sicht führt unsere neue Devisenprognose zu einer Veränderung: Anders als 2014-16 gibt es für Investitionen in ausländischen Währungen keinen Rückenwind mehr von einem schwächelnden Euro. Aber auch keinen Gegenwind. Nicht nur deshalb schwingen wir vorerst den geschlossenen Schirm weiter zuversichtlich in der Hand.

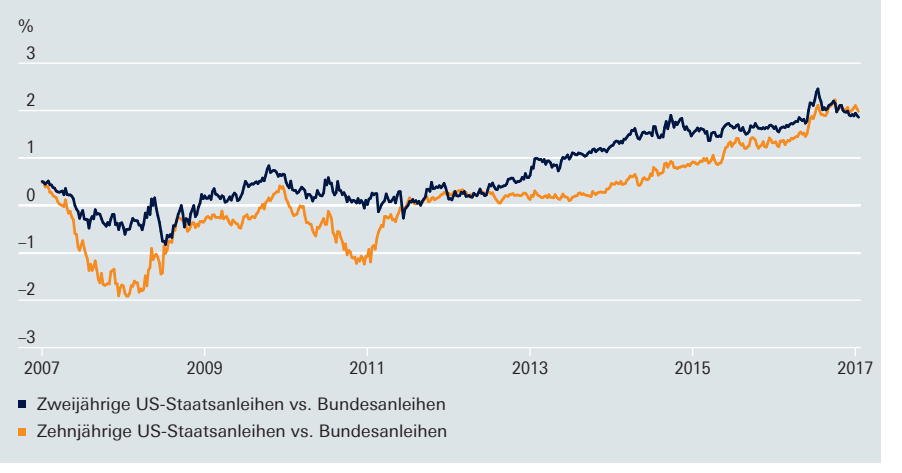
Nach Brexit-Jahrestag bricht Einjahres-Volatilität ein

Ein Jahr nach dem Brexit-Votum schwindet dessen Einfluss auf den Einjahres-Volatilitäts-Index.

Quellen: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH. Stand: 27.06.2017

Ende der transatlantischen Zinsdivergenz

Mit Draghis „Whatever it takes" (2012) und Bernankes „Taper Tantrum" (2013) begannen die Zinsen, auseinanderzulaufen.[1] Haben wir den Höhepunkt gesehen?



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 28.06.2017

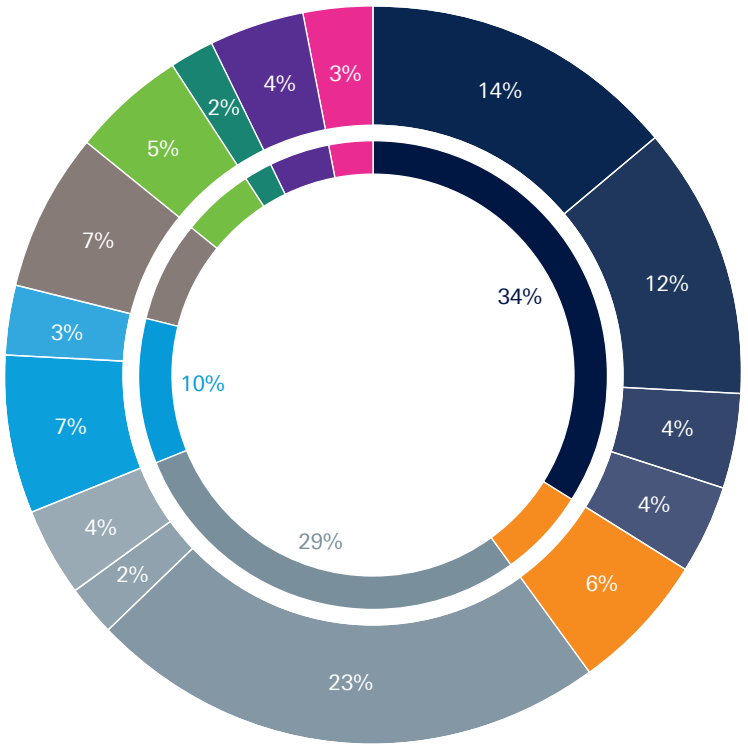
[1] 2012 sagte EZB-Präsident Draghi auf einer Pressekonferenz, die EZB würde alles tun („Whatever it takes"), um den Euro als gemeinsame Währung zu erhalten. Dadurch verblieben Staatsanleiherenditen in Deutschland auf ihrem niedrigen Niveau und sanken in anderen Ländern der Eurozone deutlich, während in den USA die Renditen sprunghaft anstiegen, als Fed-Präsident Ben Bernanke 2013 verkündete, dass die Fed langsam ihr Anleiheankaufprogramm reduzieren („Tapern") werde. Weil die langsame Reduzierung genau dazu gedacht war, sprunghafte Marktreaktionen zu verhindern, spricht man vom „Tantrum" (Trotzanfall).

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 genannte an 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: 12.07.2017

Etwas Pulver trocken halten

» Umschichten bei Risikoanlagen, Liquidität aufbauen «

Da die Rahmenbedingungen weitgehend gleich geblieben sind, haben wir das Musterportfolio nur graduell angepasst. Wir sind nach wie vor auf steigende Aktienmärkte und leicht steigende Zinsen ausgerichtet. Aber wir sehen Europa nun positiver als die USA. Die Erholung der Schwellenländer ist weiter auf gutem Wege, hier mögen wir Hartwährungsanleihen und asiatische Aktien. Bei Hochzinsanleihen aus den USA und Europa werden wir nach einem guten Lauf vorsichtiger. Investment-Grade-Anleihen mögen wir weiterhin, werden aber noch selektiver. Aus Absicherungs- und Diversifikationsgründen und da wir mit steigender Volatilität rechnen, haben wir unsere Positionen in Gold und einigen zyklischen Rohstoffen ausgebaut.



Industrieländeraktien	34%
USA	14%
Europa	12%
Japan	4%
Aktien Global Style	4%
Schwellenländeraktien	6%
Unternehmensanleihen	29%
Euro Investment Grade	23%
US Investment Grade	2%
Euro-Hochzinsanleihen	0%
US-Hochzinsanleihen	4%
Staatsanleihen	10%
Eurozone	7%
USA	3%
Anleihen Schwellenländer (in Hartwährung)	7%
Wandelanleihen (Euro-abgesichert)	5%
Liquidität	2%
Rohstoffe	4%
Alternative Anlagen	3%

Quelle: Multi Asset Group, Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 29.06.2017

Die hier dargestellte Vermögensaufteilung entspricht einem ausgewogenen, in Euro denominierten Modellportfolio. Sie ist nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und kann jederzeit und ohne Vorankündigung geändert werden. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und nicht für jedes Portfolio verfügbar.

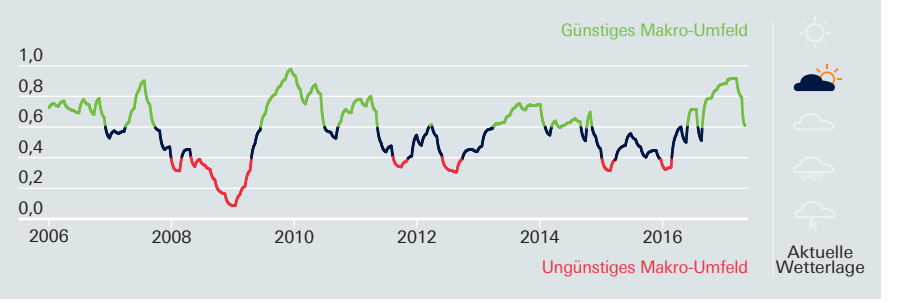
Leichte Wolkenbildung

» Anleger bleiben risikofreudig trotz Eintrübung zweier Indikatoren. «

Das Finanzmarktumfeld hat sich zuletzt unterhalb der Oberfläche etwas eingetrübt. Dies zeigt sich unter anderem in der divergenten Entwicklung der Multi-Asset-Indikatoren. Einerseits signalisiert der Risiko-Indikator ein positives Umfeld und weist dabei eine vergleichsweise hohe Stabilität über die letzten Wochen auf. Andererseits hat sich das makroökonomische Umfeld in den vergangenen drei Monaten abgeschwächt. Der Makro-Indikator hat in der Zeit um mehr als 30 Punkte nachgegeben, wobei die Verschlechterung neun von zehn Subindikatoren betrifft. Lediglich der Subindikator für den US-Arbeitsmarkt konnte sich verbessern. Nichtsdestotrotz verbleibt der Makro-Indikator weiterhin im positiven Bereich. Der Surprise-Indikator konnte sein positives Niveau nicht halten. Der Blick auf die Überraschungen in den Hauptregionen zeigt, dass insbesondere in den USA und in Asien die Erwartungen der Analysten der Realität etwas zu weit vorausgeeilt waren. In diesen beiden Wirtschaftsräumen konnten die hohen Erwartungen zuletzt nicht mehr bzw. kaum noch übertroffen werden. Speziell in den USA ist der Sub-Indikator vom deutlich positiven in den negativen Bereich gedriftet.

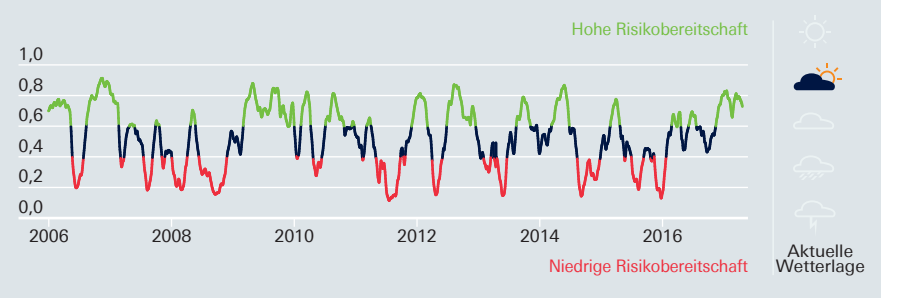
Makro-Indikator

Kondensiert eine Vielzahl von konjunkturellen Daten



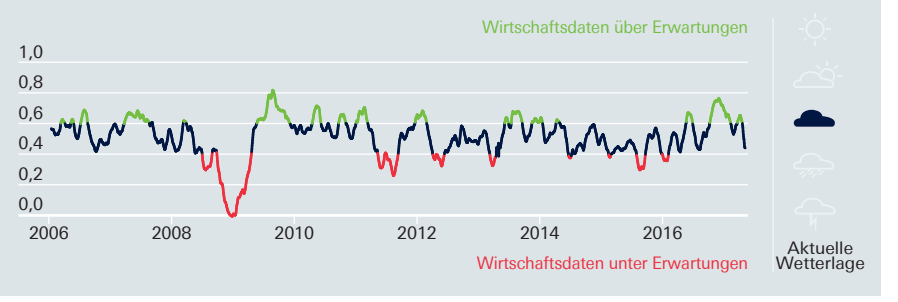
Risiko-Indikator

Gradmesser für die aktuelle Risikoneigung an den Finanzmärkten



Surprise-Indikator

Misst die Abweichung der Konjunkturdaten von den Erwartungen



Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 23.06.2017

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: 12.07.2017

Makro | Insgesamt solide

BIP-Wachstum (in % zum Vorjahr)

Region	2017P		2018P
USA	2,1	↗	2,3
Eurozone	1,8	↘	1,6
Vereinigtes Königreich	1,6	↘	1,3
Japan	1,1	↗	1,5
China	6,5	↘	6,3
Welt	3,5	↗	3,7

Haushaltsdefizite (in % des BIP)

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

Inflation (in % zum Vorjahr)

Region	2017P		2018P
USA[1]	1,7	↗	1,9
Eurozone	1,6	↘	1,4
Vereinigtes Königreich	2,7	↘	2,5
Japan	0,7	↗	1,0
China	2,2	↗	2,5

Leistungsbilanz (in % des BIP)

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

Leitzinsprognosen (in %)

Region	Aktuell*		Jun 2018P
USA	1,00-1,25	↗	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*		Jun 2018P
Rohöl (WTI)	46	↗	50
Gold	1.242	↘	1.200
Kupfer (LME)	5.937	↘	5.000

WTI = West Texas Intermediate
LME = London Metal Exchange
P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unseren Einschätzungen per 22.06.2017
* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand 30.06.2017
[1] Kernrate private Konsumausgaben (PCE), Dez/Dez in % (kein Durchschnitt wie bei den anderen Zahlen)
Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 30.06.2017

Legende gilt für diese und die nächste Seite
- Aktienindizes, Wechselkurse und alternative Anlagen: Die Pfeile signalisieren, ob wir eine Aufwärtsentwicklung ↗, eine Seitwärtsentwicklung → oder eine Abwärtsentwicklung ↘ erwarten.
- Anleihen: Bei Staatsanleihen signalisiert der Pfeil die Erwartung eines ↗ Aufwärtstrends, → Seitwärtstrends, ↘ Abwärtstrends. Bei Unternehmensanleihen, besicherten und speziellen Bonds sowie Schwellenländer-Anleihen beziehen sich die Pfeile auf einen optionsadjustierten Spread zu US-Staatsanleihen: ↗ steigender Spread, → Seitwärtsbewegung, ↘ fallender Spread.
- Die Farbe der Pfeile signalisiert das Ertragspotenzial für Long-Only-Investoren: ↘ ↗ positives Ertragspotenzial, → die Gewinnchancen, aber auch das Verlustrisiko sind eher begrenzt, ↘ ↗ negatives Ertragspotenzial.

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: 12.07.2017

Aktien | Regionale Verschiebungen

	Aktuell*		Jun 2018P Prognose	Total Return (erwartet)** in %	Erwartetes Gewinnwachstum	Einfluss KGV-Veränderung	Dividenden-rendite
USA (S&P 500 Index)	2.423	→	2.450	3,4	10%	–8%	2,3%
Europa (Stoxx Europe 600 Index)	379	↗	400	9,1	12%	–7%	3,7%
Eurozone (Euro Stoxx 50 Index)	3.442	↗	3.650	9,8	11%	–5%	3,8%
Deutschland (Dax)[1]	12.325	↗	13.400	8,7	9%	–4%	3,1%
Vereinigtes Königreich (FTSE 100 Index)	7.313	↗	7.500	5,4	12%	–9%	4,2%
Schweiz (Swiss Market Index)	8.907	→	8.750	1,5	10%	–11%	3,3%
Japan (MSCI Japan Index)	959	→	970	3,5	12%	–10%	2,3%
MSCI Emerging Markets Index (USD)	1.011	↗	1.050	6,6	14%	–8%	2,7%
MSCI AC Asia ex Japan Index (USD)	625	↗	660	8,1	16%	–9%	2,6%
MSCI EM Latin America Index (USD)	2.544	→	2.550	3,1	17%	–13%	2,9%

* Quellen: Bloomberg Finance L.P., FactSet Research Systems Inc.; Stand 30.06.2017
** Erwarteter Total Return enthält gegebenenfalls Zinsen, Dividenden und Kursgewinne
[1] Performance-Index (enthält Dividenden)

Anleihen | Nur geringe Zinsanstiege

USA

	Aktuell*		Jun 2018P
US-Staatsanleihen (10 Jahre)	2,30%	↗	2,60%
US-Kommunalanleihen	85%	↗	93%
US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen	103 bp	→	100 bp
US-Hochzinsanleihen	364 bp	→	380 bp
Besicherte Anleihen: Mortgage Backed Securities[1]	87 bp	↗	100 bp

Europa

	Aktuell*		Jun 2018P
Deutsche Bundesanleihen (10 Jahre)	0,47%	↗	0,80%
UK-Staatsanleihen (10 Jahre)	1,26%	↗	1,40%
EUR Investment-Grade-Unternehmensanleihen[2]	108 bp	↘	100 bp
EUR Hochzinsanleihen[2]	268 bp	↗	290 bp
Besicherte Anleihen: Pfandbriefe	46 bp	↗	75 bp
Italienische Staatsanleihen (10 Jahre)[2]	168 bp	↗	180 bp

Asien-Pazifik

	Aktuell*		Jun 2018P
Japanische Staatsanleihen (10 Jahre)	0,09%	→	0,10%
Asiatische Unternehmensanleihen	232 bp	→	225 bp

Global

	Aktuell*		Jun 2018P
Schwellenländer Staatsanleihen	308 bp	↘	285 bp
Schwellenländer Unternehmensanleihen	306 bp	↘	280 bp

Währungen

	Aktuell*		Jun 2018P
EUR vs. USD	1,14	↘	1,10
USD vs. JPY	112,4	↗	115,0
EUR vs. GBP	0,88	→	0,89
GBP vs. USD	1,30	↘	1,23
USD vs. CNY	6,78	↗	6,90

[1] Spread Current Coupon vs. 7-jährige US-Staatsanleihen
[2] Spread bezogen auf deutsche Bundesanleihen
* Quelle: Bloomberg Finance L.P.; Stand 30.06.2017

P = Prognose. Die Prognosen entsprechen unseren Einschätzungen per 22.06.2017; bp = Basispunkte
Quelle: Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 30.06.2017

Das Chief Investment Office …

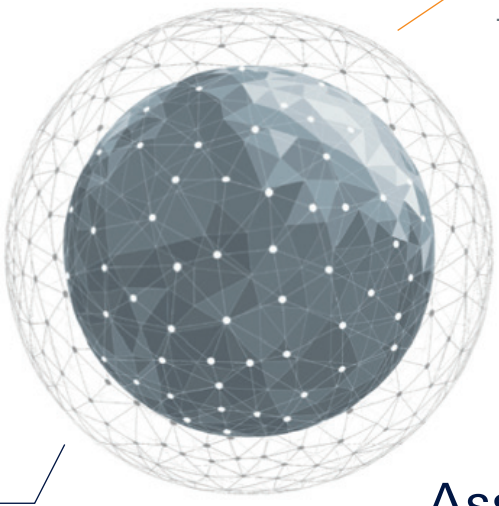
… ist zentraler Bestandteil des Investmentprozesses der Deutschen Asset Management.

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

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

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

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



Deutsche Asset Management[1] …

… gehört mit einem verwalteten Vermögen von rund 723 Milliarden Euro (Stand 31. März 2017) 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 «

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

Bank of Japan (BOJ) – Japans Zentralbank

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

Britisches Pfund (GBP) – Offizielle Währung des Vereinigten Königreichs, auch als Pfund Sterling bezeichnet

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

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

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

CBOE SPX Volatility Index (Vix) – Index, der die erwartete Volatilität des S&P 500 Index anhand der implizierten Volatilitäten kurzlaufender Optionen auf den S&P 500 Index wiedergibt

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

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

Credit-Strategien – Zielen darauf ab, durch die Auswahl von besonders attraktiven Anleihen und verwandten Produkten zusätzliche Erträge zu erzielen

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

Devisen – Zahlungsmittel in ausländischen Währungen

Diskretionäre Makrostrategie – Handelsstrategie basierend auf den Einschätzungen zu makroökonomischen Ereignissen

Distressed-Strategien – Investieren in Wertpapiere von Unternehmen oder Staaten, die sich in stark angespannter finanzieller Situation befinden

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

Equity-Long/Short-Strategien – Strategien, bei denen der Fondsmanager auf steigende Aktienkurse in ihren Long-Positionen und auf fallende Aktienkurse in ihren Short-Positionen setzen, während die direktionale Marktposition minimiert werden soll

Equity-Market-Neutral-Strategien – Strategien, bei denen in einzelne Aktien und oder Aktienindizes investiert wird, ohne dabei Marktrisiko einzugehen

Euro – Währung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion

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

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

Europäische Zentralbank (EZB) – Zentralbank der Eurozone

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

Event-Driven-Strategie – Investmentstrategie, die darauf abzielt, Preisineffizienzen auszunutzen, die vor oder nach Unternehmensereignissen wie Fusionen, Übernahmen, Abspaltungen oder Insolvenzen auftreten können

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

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

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

Gewinnmarge – Gewinn in Relation zum Umsatz in Prozent

Goldilock-Szenario – Die Wirtschaft befindet sich in einem Stadium, in dem das Wirtschaftswachstum weder zu schnell noch zu langsam ist und dadurch weder die Gefahr einer ansteigenden Inflation durch Überhitzung noch einer Rezession besteht

Hartwährungsanleihen – Anleihen, die in einer historisch stabilen Währung wie etwa US-Dollar oder Euro denominiert sind

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

Inflation – Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

Investitionsquote – Investitionen in einem Land in Relation zu dessen Bruttoinlandsprodukt

Investment-Grade-Anleihen (IG-Anleihen) – Englischer Oberbegriff für jene Anleihen, die von Kredit-Ratingagenturen als wenig ausfallgefährdet eingeschätzt werden, und somit mindestens eine mittlere Bonität genießen

Japanischer Yen (JPY) – Japanische Währung

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

Korrelation – Statistische Kennzahl, die die Abhängigkeit zweier Zufallsvariablen misst

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

Leistungsbilanzdefizit – In der Summe negativer Saldo der Handelsbilanz, Dienstleistungsbilanz, Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen und der Übertragungsbilanz

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

Mergers & Acquisitions (M&A) – Englisch für Unternehmensfusionen und -übernahmen

MSCI AC Asia ex Japan Index – Aktienindex, der große und mittelgroße börsennotierte Unternehmen in zwei Industrie- und acht Schwellenländern Asiens unter Ausschluss von Japan abbildet

MSCI Emerging Markets (EM) Latin America Index – Aktienindex, der große und mittelgroße notierte Unternehmen in fünf Staaten Lateinamerikas abbildet

MSCI Emerging Markets Index – Aktienindex, der große und mittelgroße notierte Unternehmen aus 23 Schwellenländern abbildet

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

ObamaCare – Ein von US-Präsident Barack Obama eingeführtes System der US-Krankenversicherung

Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) – Organisation zur Festlegung von Förderquoten für die einzelnen Mitglieder und zur Absicherung der Erdölproduktion

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

Real Estate Investment Trust (REIT) – Börsengehandeltes Sondervermögen, das in Immobilien investiert

Relative Value – Vertreter von Relative-Value- bzw. Arbitrage-Strategien generieren ihre Profite, indem sie Preisunterschiede zwischen sehr ähnlichen Wertpapieren ausnutzen

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

Schuldenquote – Kennzahl, bei der die Schulden des Staates, der Unternehmen und der privaten Haushalte ins Verhältnis zum nominalen Bruttoinlandsprodukt eines Landes gesetzt werden

Schwellenländer (Schwellenmärkte) – Länder auf dem Weg zur Industrialisierung

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 und größten Unternehmen aus den Large- und Mid-Cap-Segmenten

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

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

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

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

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 Per-

sonen 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.

© Juli 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.

© Juli 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 15 001, Stand: 07/2017