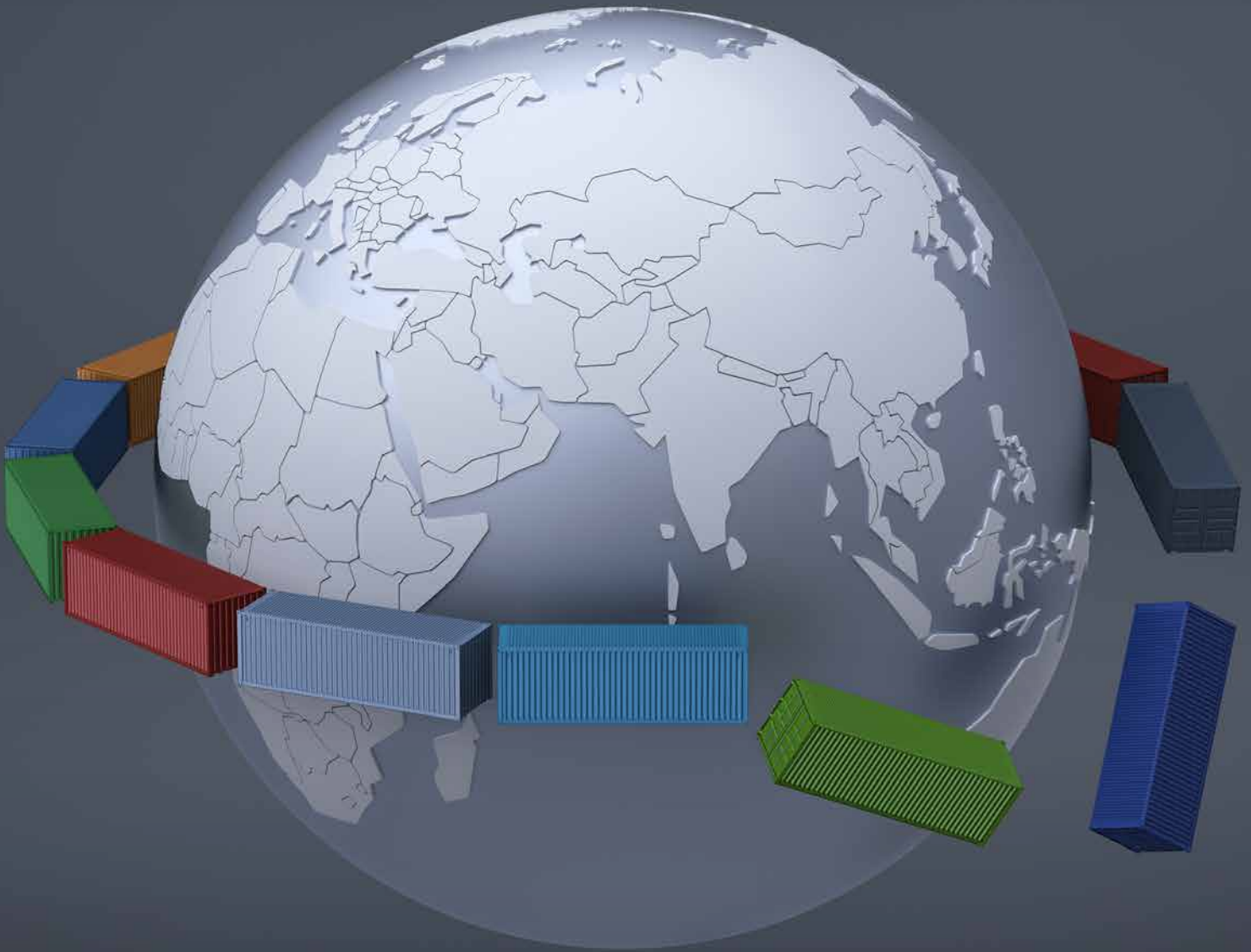


# CIO View



## Globalisierung auf dem Rückzug?

Gründe und Folgen des geringeren Exportwachstums



# Neun Positionen

## Unsere wichtigsten Prognosen

Das Konjunkturmilieu trübt sich weltweit leicht ein.



Niedrigere Zuwachsraten beim globalen Handel.



Chinas Wachstumsrückgang drückt auf die Rohstoffpreise.



Geringer Ölpreis belastet Hochzinsanleihen der Förderer.



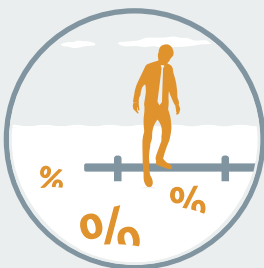
Finanzierungskonditionen in den USA verschlechtern sich.



Breiter Abverkauf bei US-Hochzinsanleihen bietet Chancen.



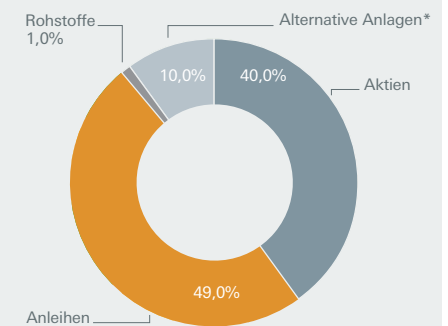
Zweifel am nächsten Zinsschritt der US Federal Reserve (Fed) wachsen.



Schwellenländer weiter unter Druck.



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 & Wealth Management Investment GmbH; Stand: 21.01.2016

Letter to investors

# Der Markt als Wille und Vorstellung

Drei Dinge beschäftigen die Anleger derzeit. Weiß der Markt mehr? Schafft der Markt sich seine eigene Realität? Sind dies Kaufkurse?

Ist sie das, die große Wende? Lassen Sie mich mit einer Gegenfrage antworten. Wären Sie überrascht, wenn es nach vielen Sonnentagen plötzlich orkanartig stürmt? Einerseits ja, denn verblüffend häufig ist das Wetter so wie am Vortag. Andererseits weiß jeder Meteorologe, dass es nach längeren stabilen Phasen zu einem plötzlichen Kippen kommen kann, oft scheinbar ohne „guten“ Grund. Das ist der berühmte Schmetterlings-Effekt.

An den Märkten geht es manchmal ähnlich zu. Der Konjunkturzyklus ist aus unserer Sicht längst im Herbst angekommen. Da nehmen die Risiken zu. Natürlich hatten auch wir – das muss man ehrlich zugeben – diese Art von Marktverwerfungen gleich zu Jahresbeginn nicht im Sinn, als wir im letzten November für 2016 ein volatiles Aktienjahr mit moderaten Renditen ausriefen. Wer aber glaubt, dass hier „nur“ ein unerfahrenes chinesisches Währungsregime, ein schwacher Ölpreis und politische Spannungen zur falschen Zeit kumuliert auf Illiquidität im Markt trafen, der greift zu kurz. Die Kurseinbrüche sind keine alberne Laune der Anleger, sondern zwingen einen, Annahmen neu zu überdenken sowie positive und negative Szenarien anders zu gewichten.

Auch wir haben seit Jahresbeginn einige Prognosekorrekturen vornehmen müssen. Seien es Rohstoffpreise, Wechselkurse, Gewinndynamiken, Inflations- und Zinsentwicklung oder eben unsere Annahmen für das Wirtschaftswachstum. Die Marktstürme selbst reichen aus, um über schlechtere Stimmungsindikatoren und Finanzierungskonditionen die Realwirtschaft negativ zu beeinflussen. Die Konjunktursorgen machen sich an zwei Regionen fest: dem undurchschaubaren China, das womöglich ein noch größeres Schulden- und Wachstumsproblem mit sich rumschleppt als angenommen.

Und den USA, wo die Dynamik im verarbeitenden Gewerbe ja längst gelitten hat, nicht zuletzt wegen des absehbaren Rückgangs der energienahen Investitionen. Der Konsum sollte eigentlich vom niedrigeren Ölpreis profitieren, doch die Zweifel mehren sich, angesichts der zuletzt bröckelnden Frühindikatoren auch im US-Dienstleistungssektor. Gleichzeitig scheinen die Zentralbanken an Zauber, vielleicht sogar an Gestaltungsspielraum, zu verlieren.

Was also, wenn US-Firmen aufgrund steigender Lohnkosten und der für 2016 erwarteten Gewinnstagnation anfangen, im großen Stil zu entlassen? Derzeit spielen viele Anleger solche Negativszenarien durch. Das gibt auch Hoffnung.

Denn damit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass der Markt zurzeit nach unten übertreibt und den Börsenstürmen bald bessere Zeiten folgen. Wir warnen zwar davor, in einige noch fallende Messer zu greifen, etwa bestimmte Schwellenländer. Aber bei sorgfältiger Titelauswahl sehen wir gute Chancen innerhalb des Aktien- und Unternehmensanleihensektors in der Eurozone, Japan und den USA.

„Marktkorrekturen dienen stets auch der Überprüfung eigener Annahmen.“



Stefan Kreuzkamp,  
Chief Investment  
Officer

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.

## Fokus

# Globalisierung auf dem Rückzug?

Der Anstieg des Welthandels sorgte für zunehmenden Wohlstand.  
Droht jetzt ein Rückschlag?

Im November 2015 gab die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) einen verhaltenen Wirtschaftsausblick. OECD-Generalsekretär Angel Gurría äußerte sich dabei besorgt über die geringe Dynamik im internationalen Handel. Laut ihm „gehen ein robuster Handel und globales Wachstum Hand in Hand“. <sup>1</sup> Ihn beunruhigt, dass der globale Export in US-Dollar gerechnet 2015 zurückgegangen ist. Fallen die Rohstoffpreise waren ein Grund dafür, ein anderer das seit Jahren niedrige globale Wachstumstempo.

Der Zusammenhang von Export und Wachstum verwundert nicht. Wächst die Wirtschaft, müssen die Unternehmen mehr Vorprodukte aus dem Ausland beziehen. Es wird damit mehr importiert. Da die Importe eines Landes die Exporte des anderen Landes sind, steigen Wareneinfuhr und Warenausfuhr im Gleichschritt.

Auffällig ist allerdings, dass die globalen Exporte in den letzten Jahrzehnten deutlich stärker stiegen als das Weltsozialprodukt (WSP) (siehe Grafik auf Seite 5). Diese Entwicklung zeigt, dass die internationale Arbeitsteilung zwischen den Ländern zugenommen hat.

## Handel bringt Wohlstand

Gründe dafür liefert die traditionelle Außenhandelstheorie. So führen größere Stückzahlen, die an wenigen Orten produziert werden, zu einer Reduktion der Fixkosten pro Stück. Herrscht Waren- und Kapitalverkehrsfreiheit, können Unternehmen Produktivitäts- sowie Lohn- und Zinsunterschiede zwischen Ländern nutzen, um ihre Produktionskosten zu senken. Von den niedrigeren Güterpreisen profitieren wiederum die Konsumenten. Die höhere Kaufkraft sorgt für mehr Wachstum. Zudem können Konsumenten bei Warenverkehrsfreiheit auch zwischen mehr Gütern wählen. Diese Vorteile führten dazu, dass nach Rückschlägen wie den beiden Weltkriegen im 20. Jahrhundert die Globalisierung immer wieder an Bedeutung gewann.

Zusätzlichen Schub erhielt die Globalisierung im Jahr 1989. Mit dem Zusammenbruch des Kommunismus öffneten viele osteuropäische und asiatische Länder ihre Güter- und Kapitalmärkte.

China und Indien führten marktwirtschaftliche Reformen durch. Unternehmen aus den Industrieländern konnten damit die Kosten- und Produktivitätsunterschiede in weiteren Ländern nutzen. Sie bauten Produktionsstätten in diesen Schwellenländern auf, was zu einer größeren Aufteilung der Wertschöpfungskette über Ländergrenzen hinweg und damit zu einer zunehmenden internationalen Arbeitsteilung führte. Dies sorgte mit dafür, dass von 1990 bis 2007 der globale Export – oder der globale Import als Kehrwert – weit schneller anstieg als das WSP.

Die Abschwächung des globalen Wachstums ab 2008 hat sicherlich mit dazu beigetragen, dass der globale Handel nicht mehr so stark gewachsen ist. Hinzu kommt, dass in den Vorjahren die Löhne und damit die Lohnstückkosten in vielen Schwellenländern kräftiger gestiegen waren als in den Industrieländern. Der Anreiz, die Produktion ins Ausland zu verlagern, ist damit gesunken. Die international hohe Verschuldung von Privathaushalten, Unternehmen und Regierungen in den Industrieländern und in den Schwellenländern sind zusätzliche Bremsen für das Wachstum. International hohe Schuldenquoten und der geringere Nutzen aus einer stärkeren Arbeitsteilung sind strukturelle Faktoren, die für die Zukunft eine geringere Dynamik beim internationalen Handel und beim Weltwirtschaftswachstum erwarten lassen.

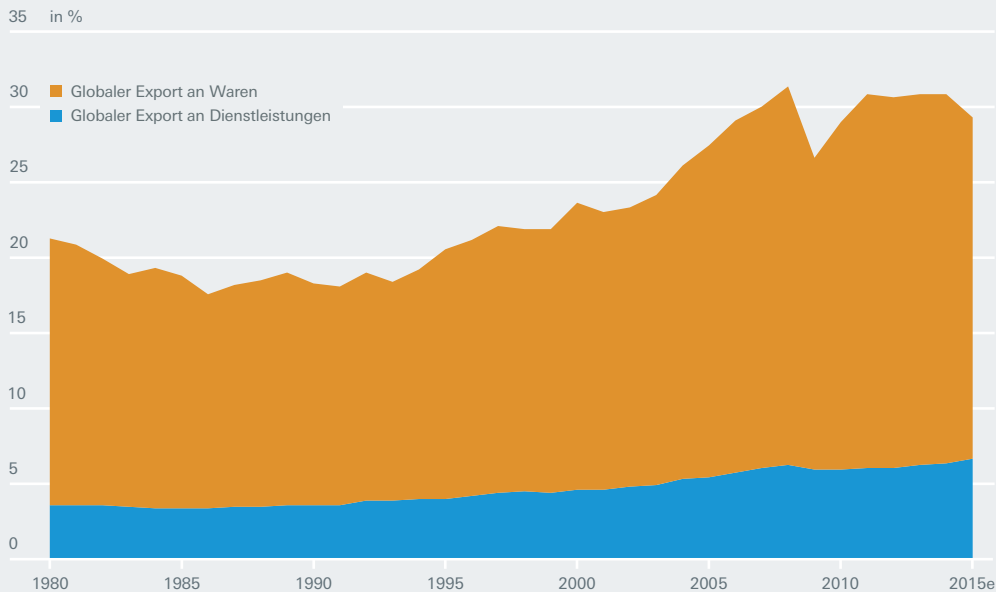
## Belastungsfaktor Rohstoffe

Daneben gibt es noch als zyklischen Faktor den Rohstoffsektor. Bis Mitte 2014 waren die Rohstoffpreise wie auch die Wachstumserwartungen für die Schwellenländer hoch. Entsprechend wurden in diesem Zeitraum die Minen- und Förderkapazitäten kräftig ausgebaut. Überkapazitäten sorgten ab Mitte 2014 für einen kräftigen Preisverfall. Geringere Exporteinnahmen der Rohstoffländer sind die Folge. Ihre Sparbemühungen führen wiederum zu einem Rückgang der Warenexporte aus Industrieländern in die Rohstoffländer. Folge: Ein kräftiger Rückgang der globalen Exportquote. Dem sollte jedoch im Hinblick auf das WSP kein zu hohes Gewicht beigemessen werden. Schließlich sorgen niedrige Rohstoffpreise gleichzeitig für mehr Kaufkraft und Konsum in den Ländern, die Rohstoffe importieren. Damit dürfte es sich hier im Hinblick auf die globale Wirtschaftsleistung um ein Nullsummenspiel handeln.

<sup>1</sup> Quelle: OECD, <http://www.oecd.org/about/secretary-general/launch-of-the-oecd-economic-outlook-november-2015.htm>; Stand: 11/2015

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.

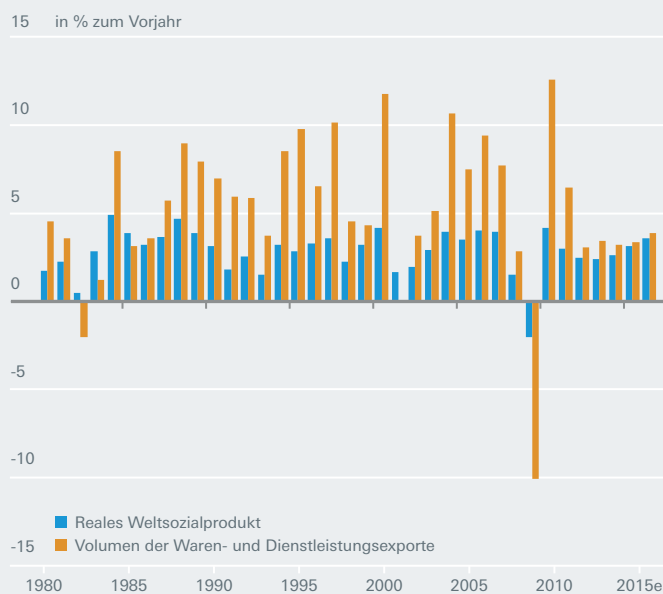
## Weltweiter Export an Waren und Dienstleistungen (Anteil am WSP)



Ende der 80er Jahre öffneten viele Schwellenländer ihre Grenzen für Investitionen und Waren. Das führte zu Produktionsverlagerungen in diese Länder. Dies sowie die steigende Kaufkraft in den Schwellenländern sorgten für mehr Warenaustausch. Seit 2008 verliert der globale Handel an Dynamik. Gründe dafür sind das niedrigere globale Wachstum, die Lohnangleichung zwischen Industrie- und Schwellenländern und niedrigere Rohstoffpreise.

Quellen: United Nations Conference on Trade and Development, World Trade Organization, Internationaler Währungsfonds (IWF), Oxford Economics, e = geschätzt; Stand: 01/2016

## Globales Wirtschafts- und Exportwachstum (real)



Quelle: IWF, geschätzte Zahlen für 2015 und 2016; Stand: 01/2016

Von 1986 bis 2007 stieg der globale Export weit schneller als das Weltsozialprodukt. Seit 2012 ist zu beobachten, dass der globale Export nur noch mit einer Rate wächst, die der Zunahme des Weltsozialprodukts entspricht. Dies lässt vermuten, dass die Globalisierung als Wachstumstreiber an Bedeutung verliert.



### Nominale Warenexporte

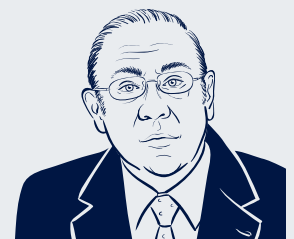
In US-Dollar gerechnet führte der Rohstoffpreisverfall zu einem Rückgang der Warenexporte. Dies führte auch zur Schrumpfung der Warenexporte in Relation zum WSP (s. Chart oben).

**22,8%** des WSP\* (2015)

\* Prognosen von Oxford Economics und IWF vom 15.01.2016

// Eine weitere deutliche Verlangsamung in den Schwellenländern belastet die globale Aktivität und den Handel. //

Angel Gurría, Generalsekretär der OECD bei der Vorstellung des Wirtschaftsausblicks am 9. November 2015 in Paris



### Globaler Exportanstieg (real)

Der reale Export an Waren und Dienstleistungen dürfte nur moderat steigen. Dies ist ein weiteres Indiz, dass die Globalisierung an Fahrt verliert.

**3,9%\*** (2016)

\* Prognose vom IWF vom 15.01.2016

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.



## Interview

# Das große Bild

An den Kapitalmärkten grassieren Konjunkturangst sowie Sorgen um systemische Risiken. Beides ist ebenso berechtigt wie übertrieben.

**Die Lage ist besser als die Stimmung. Sofern diese nicht auf die Lage schlägt.**



**Christian Nolting**, Chief Investment Officer für Deutsche Bank Wealth Management

Herr Kreuzkamp, die Kurseinbrüche zu Jahresbeginn erreichen historische Dimensionen. Nimmt man Börsen als Prognosevehikel – steht die Weltwirtschaft vor einer Rezession?

Kreuzkamp: Das glauben wir nicht. Der Aufschwung in den Industrieländern ist allerdings im historischen Kontext so mäßig, dass sich beinahe jede Konjunkturzahl auch negativ als Wendepunkt lesen lässt.

Das reicht, um diesen katastrophalen Jahresstart zu erklären?

Kreuzkamp: Nein. Eine Häufung negativer Entwicklungen hat zur gestiegenen Risikosensibilität der Anleger geführt: Die Turbulenzen am chinesischen Aktien- und Devisenmarkt, Spannungen im Nahen Osten, politische Verwerfungen in Europa. Dazu der andauernde Preisverfall von Öl, der auch wesentlich zur Spreadausweitung der Hochzinsanleihen beigetragen hat.

Einige dieser Faktoren begleiten uns aber schon einige Monate.

Kreuzkamp: Richtig. Aber dieses Jahr nahmen, Arbeitsmarktstärke hin oder her, die Sorgen um das US-Wirtschaftswachstum zu. Immer mehr Schätzungen liegen unter zwei Prozent für 2016, was meines Erachtens realistisch ist. Dazu die Unsicherheit über Chinas Wirtschaft, und

schon landen wir bei globalen Rezessionsängsten – Gift für die Märkte. Ebenso wie der Einbruch der Bankentitel weltweit. Das ist einerseits der Konjunktursensitivität der Banken geschuldet, andererseits machen sich aber auch konkrete Sorgen um die Ertrags- und Bilanzstärke einiger Institute breit.

Zum Glück helfen uns die Zentralbanken wieder aus der Patsche.

Nolting: Daran dürften jetzt die Märkte zu zweifeln beginnen. Die Fed hat ihren Zinserhöhungszyklus gerade erst eingeleitet, sie wird so schnell keine Kehrtwende machen, sondern höchstens die weiteren Zinsschritte verschieben wollen. Japans Zentralbank hat im Januar erstmals negative Einlagenzinsen eingeführt und im Ergebnis wurden Bankaktien abverkauft, gleiches geschah im Februar in Schweden. Vor diesem Dilemma steht auch die Europäische Zentralbank (EZB), sollte sie den Einlagenzins weiter senken. Angesichts der bereits vollzogenen Kurseinbrüche wird sie genau überlegen müssen, ob sie eines der Kerngeschäftsfelder der Banken weiter aushöhlen möchte. Allerdings glauben wir, dass die EZB innerhalb ihres Mandats trotz allem genug angemessene Mittel hat, um die Lage in den Griff zu bekommen.

Also alles in Kasse und Gold?

Nolting: Nicht auf mittlere Sicht. Wir haben immer betont, dass in der Spätphase des Konjunkturzyklus mit erhöhter

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.

Volatilität an den Kapitalmärkten zu rechnen ist. Natürlich müssen wir jetzt genau beobachten, inwieweit die Marktverwerfungen auf die Realwirtschaft abfärben, etwa über die Verschlechterung der Finanzierungskonditionen. Aber insgesamt bleibt unser Makrobild konstruktiv, die Weltwirtschaft wird 2016 mit über drei Prozent ähnlich stabil wachsen wie 2015. Was wir sicherlich noch sehen müssen, ist eine größere Konsumbereitschaft der US-Verbraucher, bei denen die Einsparungen durch das billige Öl sowie die besser gefüllten Lohntüten derzeit vor allem die Sparquote erhöhen. Sollte sich zur Kauflaune eine Stabilisierung der Rohstoffpreise sowie belastbare Anzeichen aus China gesellen, dass die dortige Umwandlung des Wirtschaftsmodells das Wachstum nicht deutlich unter 6 Prozent drückt, könnten sich die Märkte wieder erholen.

#### Was heißt das für den Investor?

Kreuzkamp: Unserer Meinung nach ist die Stimmung schlechter als die Lage. Wir bleiben vorsichtig optimistisch, erwarten mittelfristig also keine zweistelligen Renditen mehr. Gleichzeitig sehen wir die größten Chancen bei einzelnen Sektoren und Titeln. Den richtigen Einstiegszeitpunkt zu treffen ist schwer, doch die hohen Handelsvolumina im Februar lassen hoffen, dass wir den Ausverkauf bei Aktien gesehen haben. Auch bei Unternehmensanleihen sehen wir in einigen Bereichen Übertreibungen, hier werden höhere Ausfallraten eingepreist als von uns erwartet. Und schließlich glauben wir auch, dass man selektiv im Immobilienmarkt Schutz und Rendite suchen kann. Kurzum: Nach den Kurseinbrüchen dieses Jahr sollte man, selbst auf Basis eines negativeren Makroszenarios, mit sorgfältiger Titelselektion einiges erreichen können.

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.

#### Also doch wieder nur ein Marktrücksetzer, der zum Einstieg einlädt?

Kreuzkamp: Ich warne davor, sich zu viel Erkenntnisgewinn durch Zyklenvergleich zu versprechen. Oder auf Basis historischer Mittel die Wahrscheinlichkeit der nächsten Rezession oder Baisse vorherzusagen. Dafür sind die Zyklen zu unterschiedlich. Der aktuelle zeichnet sich ja nicht nur durch das „lower for longer“ aus, sondern auch durch zweifaches Neuland: Die konjunkturelle Abschwächung eines mittlerweile wirtschaftlichen Riesen im Umbauprozess, der eine rasant gestiegene Verschuldung aufweist, also China. Und dann den Ausstieg – ob teils oder nur vermeintlich – aus der Ära unkonventioneller Geldpolitik. Die Nebenwirkungen des billigen Geldes tauchen jetzt überall auf.

#### Wo denn noch?

Nolting: Wenn etwa ein weiteres Absinken des Ölpreises automatisch über alle Sektoren und Regionen negativ interpretiert wird, oder etwa ein Index wie der deutsche Dax, der keine Ölfirmen aber ungemein viele Profiteure billigen Öls enthält, positiv mit dem Ölpreis korreliert, sind dies weitere Nebenwirkungen. Dabei, und das sollten Anleger nicht vergessen, ist ein niedriger Ölpreis trotz kurzfristigen Disruptionspotenzials ein Segen für den Großteil der Volkswirtschaften und Unternehmen. Und dies ist nur einer der positiven Faktoren, die der Markt in der aktuellen Phase übersieht, in der Negativnachrichten überwiegen und damit zu Kursrücksetzern führen.

#### Gemeinsame andere Sache machen

Die ungewöhnliche Form des Doppelinterviews in dieser Ausgabe ist der jüngst vollzogenen Abspaltung des Wealth Managements vom Asset Management der Deutschen Bank geschuldet. Dies ändert einiges, aber nicht alles. So werden sich auch in Zukunft beide Segmente bei der Formulierung eines globalen Konjunktur- und Kapitalmarktbildes sowie der Ausarbeitung der Anlagestrategie gegenseitig befruchten.



Stefan Kreuzkamp, Chief Investment Officer für Deutsche Asset Management

# Investment-Ampeln

## Unsere taktische und strategische Sicht

bis Dezember 2016  
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	●	

\*Stand: 22.01.2016

\*\*Stand: 02.02.2016

Quelle: Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH

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.

bis Dezember 2016  
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	●	→

bis Dezember 2016  
1 bis 3 Monate

Alternative Anlagen*		
Infrastruktur	●	→
Rohstoffe	●	↗
Immobilien (gelistet)	●	↗
Immobilien (nicht gelistet)	●	↗
Hedgefonds	●	↗
Private Equity <sup>2</sup>	●	→



## ● Eurozone (Aktien)



Die Eurozone sollte sowohl von der EZB als auch von sich stetig verbessernden makroökonomischen Indikatoren weiter strukturellen Rückenwind erhalten. Auch wenn derzeit Sorgen über die Schwellenländer, den Ölpreis und die europäische Politik die Kurse belasten, sehen wir in der Eurozone das größte Erholungspotenzial nach diesem Jahresstart.

## ● Lateinamerika (Aktien)



Wir halten einen Wiedereinstieg in den lateinamerikanischen Aktienmarkt für verfrüht, trotz des Kursverlustes von 40 Prozent innerhalb von zwölf Monaten. Neben der Belastung durch niedrige Rohstoffpreise steht vor allem Brasilien vor wichtigen wirtschaftlichen und innenpolitischen Herausforderungen.

## ● Finanzwerte (Aktien)



Finanzwerte haben einen schlechten Jahresstart hingelegt: Sorgen über Kredit- und Anleiheaufschläge im Energiebereich, die Verflachung der US-Zinskurve, die Aussicht auf niedrigere Einlagenzinsen der EZB sowie die erstmalige Einführung negativer Einlagenzinsen in Japan drückten die Bankkurse. Das Umfeld hat sich leicht verschlechtert, aber mit jetzt rund 30 Prozent Abschlag zum Gesamtmarkt belassen wir den Sektor auf Basis unseres konstruktiven Makro-Bildes auf Übergewichten.

## ● Energie (Aktien)



Wir erhöhen Energieaktien taktisch auf Neutral. Der Sektor ist seit Jahresanfang gemeinsam mit dem Ölpreis gestürzt. Mittlerweile sehen wir kurzfristig das Risiko einer technischen Erholung, sollte der Ölpreis nicht erneut so drastisch stürzen. Längerfristig bleiben wir skeptisch, da wir mit weiteren Dividendenkürzungen bei Energietiteln rechnen.

**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 Dezember 2016**

**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

## ● US-Staatsanleihen (2 Jahre)



Wir stufen taktisch alle drei Laufzeiten der US-Staatsanleihen als Neutral ein. Seit Jahresanfang sind die Markterwartungen bezüglich weiterer Fed-Zinserhöhungen 2016 fast auf Null gesunken. Die Konjunkturzahlen bleiben weiterhin zwiespältig. Wir erwarten kurzfristig ein uneinheitliches Umfeld.

## ● US Investment Grade



Wir haben US Investment Grade auf Untergewichten reduziert. Auch wenn wir eine Zerteilung des Marktes sehen, in der Emittenten aus dem Öl- und Minensektor, oder generell von schlechterer Bonität, besonders runtergepreist werden, stehen auch die Unternehmensanleihen höherer Qualität unter Druck. Wir erwarten eher leicht negative Impulse aus der Berichtssaison sowie vom starken Primärangebot, das bei jeder Erholung in den Markt gedrückt wird.

## ● EUR-Hochzinsanleihen<sup>1</sup>



Euro-Hochzinsanleihen sehen wir derzeit aus taktischer Sicht als eines der interessanteren Rentensegmente, insbesondere nach ihrer Spreadausweitung. Zwar ist weiterhin mit hoher Volatilität zu rechnen, auch weil sich dieses Segment derzeit stark am US-Hochzinsmarkt orientiert. Doch anders als dieser hängen die Euro-Anleihen deutlich weniger am Energiesektor.

## ● Rohstoffe



Gold spielt seine klassische Tugend aus: bei nervösen Märkten zu steigen, nicht zuletzt vor dem Hintergrund zunehmender Sorgen um das US-Wachstum. Bei Öl rechnen wir zwar weiter mit einer Erholung zu Jahresende, reduzieren unseren Durchschnittspreis für 2016 jedoch von 55 US-Dollar auf 40 US-Dollar pro Fass aufgrund des kurzfristig anhaltenden Drucks.

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.

<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 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.



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

# Perspektiven für den Rentenmarkt

## Sind niedrige Ölpreise wirklich so schlecht für den US-Rentenmarkt?

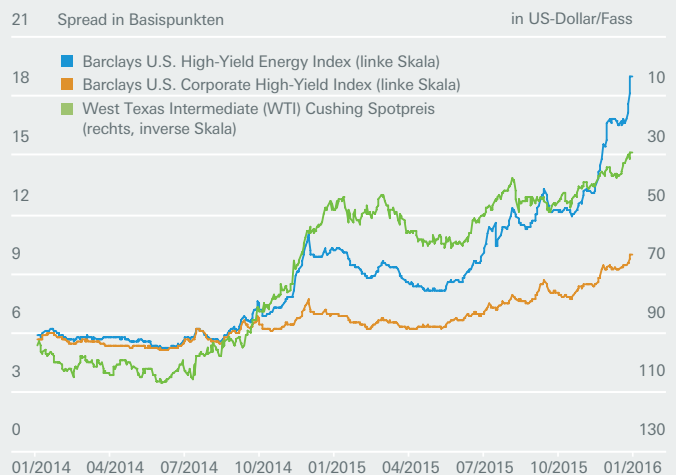
Um über 70 Prozent sind die Ölpreise von ihrer Spitze im Juni 2014 gefallen. Vor nicht allzu langer Zeit wäre die Reaktion darauf wohl positiv gewesen, weil die Märkte darin Vorteile für Verbraucher und Unternehmen gesehen hätten. Dieses Mal zeigen sich die Märkte jedoch verunsichert. Die Spreads zwischen US-Hochzinsanleihen und US-Treasuries weiten sich seit Monaten aus. Die Verbindung zu sinkenden Ölpreisen liegt auf der Hand: Der Schieferölboom machte Energie zum größten Sektor am US-Hochzinsmarkt: In der Spitze entfielen 15,5 Prozent aller Anleihen auf ihn, jetzt sind es noch etwa 11 Prozent. Erschließung und Förderung machen lediglich 3,5 bis 4 Prozent aus, einschließlich Anleihen, die vor kurzem ihre Einstufung als Investment Grade verloren.

Für Emittenten von US-Hochzinsanleihen sind sicherlich schwere Zeiten angebrochen. Aufgrund der Kombination aus schwierigeren Finanzierungsbedingungen und niedrigerem Ölpreis sind die Ausfallerwartungen gestiegen. Dies erscheint jedoch überzogen, nicht zuletzt aufgrund des rückläufigen Marktanteils der Emittenten im Energiesektor. Der Kursverfall dürfte daher Gelegenheiten im Nichtenergiebereich des Hochzinsmarktes erzeugen.

All dies verschleiert die Tatsache, dass für die US-Wirtschaft insgesamt, auch für die risikoreicheren Schuldner, billigeres Öl in Summe positiv sein sollte – auch wenn kurzfristig die negativen Aspekte die positiven überschatten. Vor diesem Hintergrund bleiben wir zu US-Anleihen hoher Bonität (Investment Grade) auf längere Sicht positiv. Kurzfristig rechnen wir in den anstehenden Quartalsberichten jedoch mit einem generellen Trend zu niedrigem Gewinnwachstum, leicht steigender Fremdverschuldung und schwächeren Deckungsquoten. Die Kreditrisikokennzahlen bleiben im historischen Durchschnitt, wobei dies angesichts höherer Risikoaversion nur schwachen Trost bietet. Seit der jüngsten Emissionsflut ist die Unterstützung für den Sekundärmarkt bestenfalls verhalten.

Obwohl die langfristigen negativen Auswirkungen niedrigerer Ölpreise überzogen dargestellt sein mögen, erscheint vorerst gegenüber US-Hochzinsanleihe- und Investment-Grade-Märkten Vorsicht geboten.

### US-Hochzinsspreads und der Ölpreis



US-Hochzinsspreads weiten sich aus, seitdem die Ölpreise sinken. Das aktuelle Spreadniveau verweist auf eine sehr hohe erwartete kumulierte Ausfallrate für die nächsten fünf Jahre.

Quellen: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH;  
Stand: 01/2016

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 basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen, die sich als falsch herausstellen können.



Henning Gebhardt,  
Global Head of Equities

# Perspektiven für den Aktienmarkt

Schwieriger Jahreseinstieg bietet Stockpickern fruchtbares Terrain.

Das Jahr 2016 hat für Anleger schlecht begonnen. Sorgen über Chinas Wachstum und die Wirkung des Ölpreises auf die Weltkonjunktur haben die Aktienmärkte in den ersten Wochen einbrechen lassen. Auch wir rechneten in unserem 2016er-Basiszenario nicht mit einem Ölpreis unterhalb von 30 US-Dollar je Fass. Deshalb haben wir Abstriche bei den Aktienmarktziele vorgenommen, im Schnitt von fünf Prozent zum Jahresende. Trotzdem gehen wir weiterhin davon aus, dass die Unternehmensgewinne 2016 leicht zulegen können. Deshalb sollten nach unseren Annahmen am Ende des Jahres die Kursstände moderat über denen vom Dezember 2015 stehen.

Also auf Jahressicht wieder nur – bestenfalls – einstellige Aktienrenditen? Schon 2015 konnten Anleger mit dem S&P 500 Index nur mit Hilfe von Dividendenzahlungen einen marginal positiven Gesamtertrag erzielen. So gesehen war das vergangene Jahr im Durchschnitt „langweilig“ und enttäuschend für all diejenigen, die sich an die zweistelligen Renditen der vorangegangenen Jahre gewöhnt hatten. Sind Aktien deshalb uninteressant geworden?

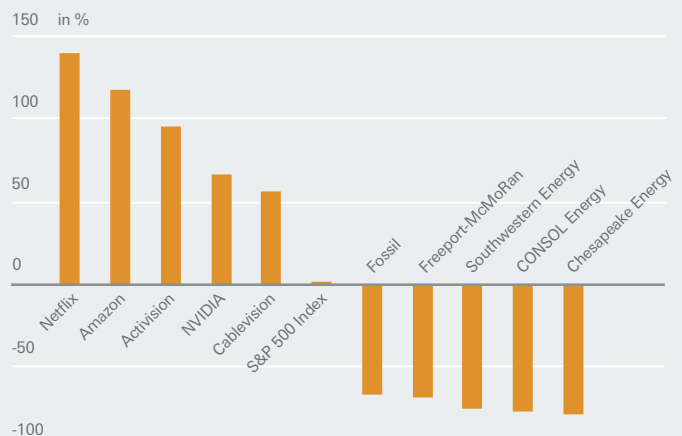
Der aggregierte Blick trügt. Die Rendite einzelner Aktien wird auch 2016 nicht nur durch die volkswirtschaftliche Gesamtlage, sondern auch vom Erfolg unternehmerischen Handelns abhängen. Hier geht es um das Ringen um Marktanteile, das Ausscheiden einzelner Teilnehmer durch Insolvenzen, feindliche und freundliche Übernahmen, schwierige Umstrukturierungen oder die Einführung neuer, innovativer Produkte.

Nur wer die Marktindizes in seine Einzelteile zerlegt, erkennt diese granulare Dynamik. So reichte 2015 das Spektrum von Gewinnern zu Verlierern etwa im S&P 500 Index von +140 Prozent bis -78 Prozent Gesamrendite. Die Gewinner waren vor allem bei den neuen Medien und im Technologiesektor zu finden, während rohstoffabhängige Titel auf der Verliererseite standen. Für 2016 müssen wir uns auf eine ähnliche Renditestreuung einstellen. Erfahrene Investoren können dies zu ihren Gunsten ausnutzen, wenn sie Fragen wie diese richtig beantworten:

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.

Werden die niedrigen Rohstoffpreise zu Konsolidierung und Wiedererlangung der Preismacht führen? Welches Pharmaunternehmen macht mit Alzheimermedikamenten die größten Fortschritte? Wer sind die erfolgreichsten Anbieter von neuen Technologien wie OLED bei Fernsehern oder 48-Volt-Bordnetzen bei Automobilen? Welche Bank beherrscht Fintech? Funktionierender Wettbewerb ist ein Hauen und Stechen um Marktanteile. Wer stehen bleibt, fällt zurück. Deshalb gilt auch im neuen Jahr, trotz schwierigem Einstieg: Stockpicker an die Arbeit!

## Aktienrendite (Kursgewinn und Ausschüttungen) 2015\*



Durchschnitt ist langweilig – Stockpicking nicht

Der S&P 500 Index hat sich 2015 kaum bewegt. Wohl aber seine 500 Einzelteile. Auch 2016 dürften die präzise Unternehmensanalyse und Aktienauswahl den Unterschied machen.

\* Die Nennung einzelner Wertpapiere dient lediglich der Veranschaulichung, sie darf nicht als Anlagerat oder Aufforderung zum Erwerb bzw. der Veräußerung von Anteilen verstanden werden.

Quellen: FactSet Research Systems Inc., Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, Gesamrendite in US-Dollar; Stand: 28.12.2015



# 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

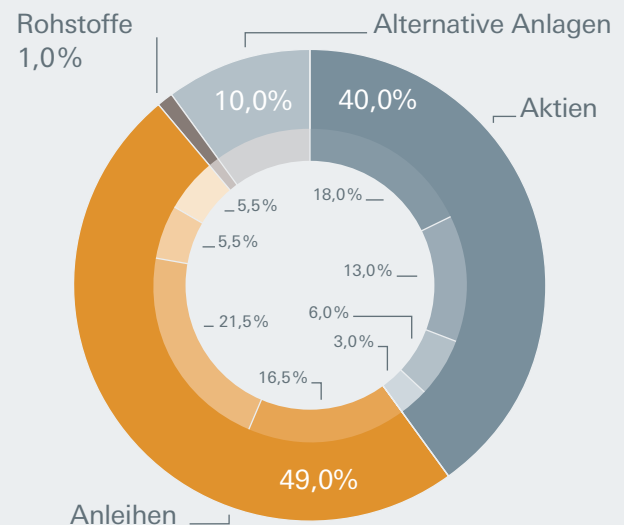
Aktien hatten 2016 einen sehr schlechten Start. Sie dürften sich erst dann nachhaltig erholen, wenn Investoren überzeugt sind, dass Öl- und andere Rohstoffpreise die Talsohle durchschritten haben und die sich abzeichnende Abwertung des chinesischen Yuan in geordneten Bahnen verläuft. Aktien der Industrieländer dürften von einem Aufschwung stärker profitieren als Aktien der Schwellenländer: Letztere haben unter anderem gegen weitere Korrekturen der Unternehmensgewinne zu kämpfen. Die Bewertungen für Industrieländeraktien sind jetzt auf einem vernünftigeren Niveau, aber gute Fundamentaldaten können die Preise nur dann nach oben treiben, wenn sich die Marktstimmung bessert.

### Anleihen

Die Rentenmärkte waren stark von den jüngsten Turbulenzen betroffen, ausgelöst durch die niedrigen Ölpreise. Sorgen über Ausfälle bei energienahen US-Hochzinsanleihen ließen Anfang 2016 die Spreads noch weiter steigen, sodass sie jetzt bestehende Risiken eher überbewerten und daher, außerhalb des Ölsektors, einige längerfristige Gelegenheiten schaffen. Bei Anleihen aus den Schwellenländern ist allerdings weiterhin Vorsicht geboten. Volatile Märkte und die daraus folgende Nachfrage nach Anlagen in „sicheren Häfen“ ließen die Renditen der Kernstaatsanleihen sinken, die sich im Lauf des Jahres 2016 nur leicht erholen dürften.

### Rohstoffe

Wohl gefüllte Öllager dürften ebenso wie steigende Ölförderung, hauptsächlich aus dem Iran, den Ölpreis in der ersten Jahreshälfte 2016 niedrig halten. Aber die Steigerungsmöglichkeiten der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) dürften begrenzt sein und die US-Ölproduktion 2016 aufgrund der schwierigen Finanzierung von Investitionen weiter sinken. Dies dürfte zusammen mit einem Abbau der Ölvorräte den Ölpreis stützen, der allmählich bis zum vierten Quartal auf bis zu 50 US-Dollar pro Fass (WTI) klettern dürfte. Ein stärkerer US-Dollar ist eine zusätzliche Herausforderung für Öl, Gold und andere Rohstoffe.



Aktien	vorgeschlagene Gewichtung
Industrieländer	37,0 %
USA	18,0 %
Europa	13,0 %
Japan	6,0 %
Schwellenländer	3,0 %
Asien ex Japan	3,0 %
Lateinamerika	0,0 %
Anleihen	
Unternehmensanleihen	16,5 %
Staatsanleihen	21,5 %
Anleihen Schwellenländer	5,5 %
Liquidität	5,5 %
Rohstoffe	
Rohstoffe	1,0 %
Alternative Anlagen	
Alternative Anlagen	10,0 %

Quellen: Regional Investment Committee (RIC), Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, Deutsche Bank (Suisse) SA; Stand: 21.01.2016. Mögliche Allokation für US-Dollar-basierte 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.

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



## „Long oder short“, Stéphane Junod?

Fünf Markteinschätzungen von unserem Chief Investment Officer für Wealth Management in Europa, dem Mittleren Osten und Afrika

**Könnte sich die Wirtschaft in China schnell ins Positive drehen?**

**SHORT** China steckt mitten in einem strukturellen Umbau, der noch geraume Zeit erfordern wird. Investoren müssen erst davon überzeugt werden, dass die chinesische Regierung die Kontrolle über diesen Umbauprozess behält. Nicht überall wird es Erfolge geben. Die Regierung könnte jedoch schnell punkten, wenn es ihr gelingt, die erwartete Yuan-Abwertung geordnet durchzuführen. Nach den Turbulenzen 2015 gehen Regierung und Zentralbank jetzt flexibler und umsichtiger vor, mit Erfolg: So besteht die Hoffnung, dass sie auch in anderen Bereichen vorankommen.

**Können die Ölpreise vor dem Hintergrund der Wachstumsverlangsamung in China wieder steigen?**

**LONG** Hinweise auf eine Wende in China würden den Ölpreis stützen, aber das Hauptproblem am Ölmarkt ist das Überangebot, nicht eine zu wenig dynamische Nachfrage. Bis die bestehenden hohen Ölvorräte abgebaut sind, wird es dauern – und das bedeutet, dass der Ölpreis in der ersten Jahreshälfte unter Druck bleiben wird. Aber die Ölproduktion in den USA dürfte weiter sinken, nicht zuletzt weil das Finanzierungsumfeld für Investitionen zunehmend schwieriger wird. In der zweiten Jahreshälfte dürften die Ölpreise allmählich wieder steigen.

**Sind Aktien der Industrieländer vor diesem Hintergrund interessant?**

**LONG** Sorgen über Chinas Wirtschaftsentwicklung und die Auswirkungen eines niedrigen Ölpreises gehörten zu den Faktoren, die Anfang 2016 eine starke Korrektur der Aktienkurse auslösten. Dennoch bleiben wir strategisch gegenüber Aktien der Industrieländer positiv, allerdings unter Vorbehalt. Denn auch wenn das Bewertungsniveau jetzt interessanter erscheinen mag – es muss nicht der wichtigste Treiber künftiger Aktienkurse sein. Unternehmensgewinne sind immer ein Unsicherheitsfaktor, und die Skepsis der Anleger könnte das Kurs-Gewinn-Verhältnis unter die historischen Durchschnittswerte drücken. Hinweise, dass sich die Weltwirtschaft doch wieder auf Erholungskurs befindet, dürften für eine nachhaltig positive Kursentwicklung daher wichtiger sein als Bewertungen.

**Sind Sie bei den Schwellenländern auch optimistisch?**

**SHORT** Bei den Schwellenländern bleiben wir bei Aktien und Anleihen insgesamt zurückhaltend. Bei Schwellenländer-Anleihen können sich in einzelnen Ländern Chancen ergeben, aber die Gruppe insgesamt dürfte problematisch bleiben. Niedrige Rohstoffpreise verstärken bestehende politische und wirtschaftliche strukturelle Schwächen. Volatile Währungen sind eine zusätzliche problematische Dimension für Investoren. Die Aktien der Schwellenländer stehen vor denselben Problemen – dazu kommen noch mögliche zusätzliche Korrekturen der Gewinnerwartungen nach unten.

**Könnte Liquidität an einigen Märkten zum Thema werden?**

**LONG** Liquidität sollte man immer im Blick behalten, auch an den großen Märkten – wie sich im Januar am US-Markt für Hochzinsanleihen gezeigt hat. Auch nur vorübergehende Illiquidität kann sich deutlich auf das Portfoliomanagement auswirken. Der Abbau von Positionen an illiquiden Märkten kann sehr teuer sein, auch wenn die Fundamentaldaten dazu raten. In einigen Situationen mag es sinnvoller sein, das Risiko über liquidere Sektoren (z.B. Aktien) zu verringern.

**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.



# 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.

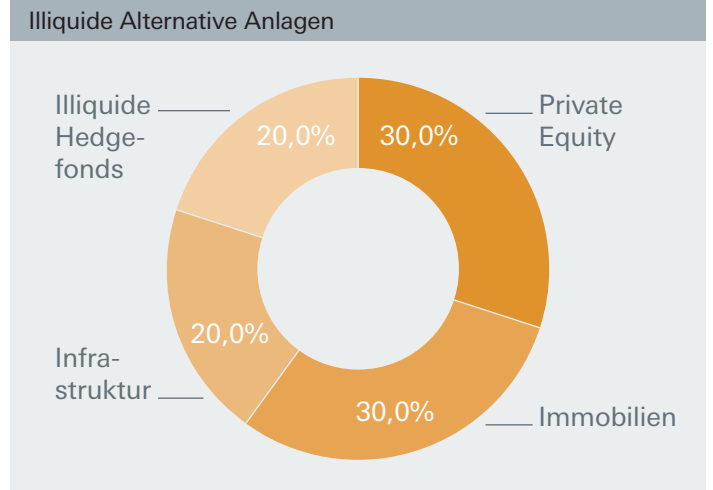
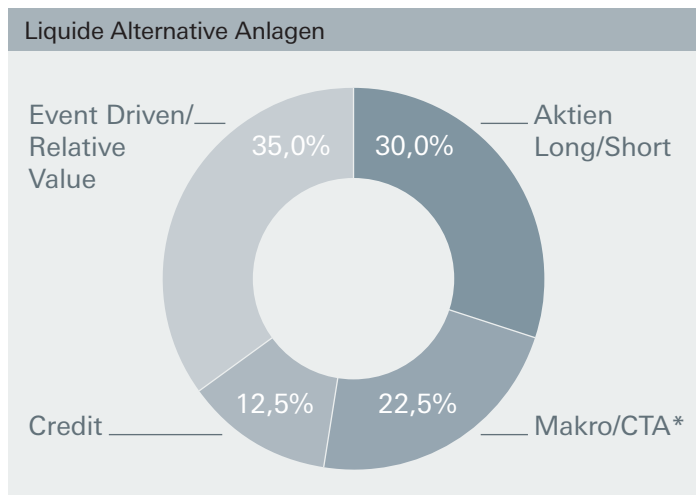
### Liquide Alternative Anlagen

#### ■ Equity-Market-Neutral-Strategien

Wir bleiben sowohl von einem strukturellen Multi-Asset-Standpunkt aus wie auch aus taktischer Sicht bei unserer positiven Einschätzung von Equity-Market-Neutral-Managern. Equity-Market-Neutral-Strategien lieferten 2015 über weite Strecken gute risikobereinigte Renditen und erwiesen sich in angespannten Marktperioden als effektives Mittel zur Diversifikation. Stärker divergierende Märkte tragen nach wie vor zu einer guten Wertentwicklung bei, besonders wenn man die Performanceunterschiede zwischen Branchengruppen betrachtet, die sich vor kurzem sowohl im Stoxx Europe 600 Index als auch im S&P 500 Index erhöht haben.

#### ■ Makro/Commodity Trading Advisors

Das aktuelle Umfeld dürfte für diskretionäre (managerbestimmte) Makro- und systematische CTA-Manager besonders fruchtbar sein. Chancen bieten eine erneute Beschleunigung der Preissenkungen bei Öl und anderen Rohstoffen, eine klare Dynamik im US-Dollar-Wechselkurs zu Währungen der Schwellenländer (und einigen Industrieländern) und die Möglichkeit, Aktienmärkte via Short-Positionen zu handeln. Eine signifikante Allokation in Strategien, die sich im Allgemeinen von Bottom-Up-Fundamentaldaten nicht beeindrucken lassen – und zunehmend mehr Short-Positionen in Risikoanlagen eingehen können, wenn die Volatilität steigt –, könnte bei weniger günstigen Marktbedingungen gute risikobereinigte Renditen einbringen.



### Illiquide Alternative Anlagen<sup>2</sup>

#### ■ Infrastruktur

Die Bewertungen von Infrastrukturinvestments sind in den letzten Jahren gestiegen. Angeheizt wurde die Nachfrage durch leichtere Finanzierung über Anleihen, die Jagd nach Rendite und ein aufgehelltes Wirtschaftsumfeld. Daher beschränken sich Investitionsgelegenheiten zu vernünftigen Preisen auf die weniger wettbewerbsfähigen Märkte mittelgroßer Transaktionen. Vor allem in Europa sind die Aussichten günstig, wo ein gutes Investitionsumfeld, ein transparenter rechtlicher und aufsichtsrechtlicher Rahmen und eine lange Tradition privatwirtschaftlicher Infrastruktur anzutreffen sind. Die Vielfalt der Investmentmöglichkeiten reicht von den aufstrebenden osteuropäischen Ländern bis hin zu den größeren Volkswirtschaften Westeuropas. Auf Branchenebene könnte der Energiesektor 2016 aufgrund struktureller Veränderungen in der Energieerzeugung gute Gelegenheiten bieten. Politische Maßnahmen gegen den Klimawandel dürften erneuerbare Energien, besonders im Vereinigten Königreich, Deutschland und Frankreich, ebenfalls unterstützen.

Quellen: Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, Deutsche Bank AG Filiale London; Stand: 26.01.2016. 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.

<sup>1</sup> Alternative Anlagen sind nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet.

<sup>2</sup> Nicht verfügbar für diskretionäre Portfolios. Hedge Funds und andere Alternative Investments sind möglicherweise nicht für Privatanleger geeignet. Der Handel illiquider Anlagen kann eingeschränkt sein. Das Produkt kann möglicherweise nur in eingeschränktem Maß auf Marktänderungen reagieren, und bei Liquidationen können negative Preisbewegungen auftreten.

\* Commodity Trading Advisor

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.



## „Long oder short, Andreas Schmidt?“

Der Global Head of Primary Private Equity diskutiert über Gelegenheiten in diesem Segment.

### Können Alternative-Credit-Strategien in einem Portfolio eine Schlüsselrolle spielen?

**LONG** Traditionell werden (liquide und illiquide) Alternative-Credit-Strategien von Investoren mit Hilfe von Hedgefonds oder Allokationen zu Anleihemanagern eingesetzt. Seit einigen Jahren gibt es auch sogenannte Private-Debt-Fonds, die sich auf Alternative Credit spezialisieren und somit den Zugang vereinfacht haben. Aber viele institutionelle Investoren bleiben in dieser sich noch in der Entwicklung befindenden Anlageklasse unterinvestiert. Für uns liegt die große Stärke von Alternative Credit unter anderem in einem Renditeprofil, dessen Korrelation mit anderen Anlageklassen relativ gering ist.

### Sehen Sie besondere Chancen im europäischen „Distressed-Debt-Segment“ (notleidende Kredite)?

**SHORT** Viele US-Distressed-Debt-Fonds haben in Europa Büros eröffnet, um von den Folgen der Finanzkrise zu profitieren. Aber die Ausfallraten bei europäischen High-Yield-Anleihen und „Leveraged Loans“ (Kredite mit eingeschränkter Bonität) sind niedrig geblieben, sodass sich bei einzelnen Anleihen kaum Chancen ergaben. 2016 rechnen wir bei den europäischen Ausfallraten mit einem moderaten Anstieg ausgehend vom aktuellen Niveau von etwa 2 Prozent. Das könnte sich 2017 ändern, da sich der Kreditzyklus in einer späten Phase befindet und sich die globalen wirtschaftlichen Aussichten jüngst wieder eingetrübt haben. Der US-Markt mag hier aufgrund der großen Zahl von Öl- und Gasemittenten im High-Yield-Segment interessanter sein; aufgrund von befürchteten Ausfällen rentiert der US High-Yield Energy Index derzeit mit über 15 Prozent.

### Haben Private-Debt-Fonds Banken bei der Fremdkapitalfinanzierung im Buyout-Segment verdrängt?

**LONG** Vor der Finanzkrise wurden mittelgroße „Leveraged Buyouts“ (fremdkapitalfinanzierte Übernahmen) überwiegend von Banken finanziert. Da Banken infolge höherer Eigenkapitalanforderungen, aber auch anderer Faktoren wie der Entstehung von Covenant-Lite-Strukturen (Finanzierungen mit geringen Absicherungsklauseln) ihren Fremdkapitalhebel verringern mussten, ist ihr Marktanteil von über 75 Prozent vor der Krise auf unter 25 Prozent gesunken. Diese Lücke wurde nicht zuletzt von Private-Debt-Fonds geschlossen. Die Zinsen für „Leveraged Loans“ haben sich von einem Tiefpunkt vor der Krise (Euribor + 250 Basispunkte) auf derzeit über Euribor + 500 Basispunkte erhöht. Damit sind sie deutlich stärker angestiegen als Anleihen bzw. Kredite mit guten bis sehr guten Bonitätsnoten.

### Bietet der europäische Private-Debt-Markt gute Chancen?

**LONG** „Leveraged Loans“ beliefen sich 2015 auf insgesamt 64 Milliarden Euro, 20 Prozent weniger als 2014. Aber aus einer längerfristigen Perspektive war 2015 ein solides Jahr mit Gesamtkrediten weit über dem zwischen 2010 und 2014 erreichten Durchschnitt von 52 Milliarden Euro. Die durchschnittlichen Primärrenditen für institutionelle Kredite erreichten im vierten Quartal 2015 ebenfalls ein Dreijahreshoch von 5,7 Prozent. Im Allgemeinen bieten Private-Debt-Fonds Anlegern Zugang zu gehedelten und strukturierten Krediten für kleine und mittelgroße „Leveraged Buyouts“, die traditionell von den Banken dominiert wurden. Über den gesamten letzten Kreditzyklus, einschließlich der Finanzkrise, waren die Ausfall- und Verwertungsraten günstig, ein Zeichen für die Robustheit dieser festverzinslichen Anlageklasse.

### Machen Manager an den Private-Debt-Märkten tatsächlich einen Unterschied aus?

**LONG** Während strukturierte Kreditprodukte, wie z.B. „Collateralized Loan Obligations“ (Verbriefungen, die durch besicherte Kredite gedeckt sind), in der Regel so wie der Gesamtmarkt zusammengesetzt sind, lassen Private-Debt-Fonds mehr Flexibilität zu. Daher sind die Fähigkeiten eines Managers (beispielsweise bei der Auswahl) und sein Zugang zu interessanten Deals von größter Bedeutung. Diese Zugangsmöglichkeiten hängen wiederum von dem Geschäftsmodell des Fondsmanagers ab, wie z.B. von seinen Beziehungen zu Finanzinvestoren und den kreditauflegenden Banken.

**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. Marktfuktuationen, 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.

# Glossar

Hier erklären wir zentrale Begriffe aus dem CIO View.

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

**Alternative-Credit-Strategien** – Anleihestrategien, die sich in der Regel auf die weniger liquiden Segmente mit geringerer Bonität konzentrieren

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

**Barclays Euro High Yield Index** – Index, der die Wertentwicklung eines repräsentativen Korbs von hochverzinslichen Euro-Unternehmensanleihen abbildet

**Barclays U.S. High Yield Index** – Index, der die Wertentwicklung eines repräsentativen Korbs von hochverzinslichen US-Unternehmensanleihen abbildet

**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

**Bottom-Up** – Analyseansatz, bei dem die Einzeltitelanalyse Basis für das wirtschaftliche Gesamtbild ist

**Buyout** – Ankauf von Aktien mit dem Ziel, einen kontrollierenden Einfluss auf das Zielunternehmen zu erhalten

**CNX Nifty Index** – Marktkapitalisierungsgewichteter Index, der die 50 wichtigsten notierten indischen Unternehmen abbildet

**Collateralized Loan Obligation (CLO)** – Bezeichnet ein verzinstes Wertpapier. Dabei handelt es sich vor allem um Verbriefungen, die durch besicherte Kredite gedeckt sind

**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

**Debt-Fonds** – Fonds, die in festverzinsliche Werte investieren, z.B. Schuldverschreibungen

**Deckungsquote** – Betriebswirtschaftliche Kennzahl, bei der Kreditzinsen und Tilgung bestimmten Einnahmen des Schuldners gegenübergestellt werden

**Distressed Debt** – Bezeichnet Kredite, bei denen die Rückzahlung ungewiss ist

**Dynamic Leisure & Entertainment Intellidex Index** – Index, der sich auf den US-amerikanischen Freizeit-, Reise- und Unterhaltungssektor fokussiert

**Einlagenzins** – Zinssatz, den Geschäftsbanken erhalten (oder bei negativen Zinsen bezahlen müssen), wenn sie Geld in der Einlagefazilität der EZB hinterlegen

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

**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

**Fintech** – Bezeichnet Technologie-Startups, die traditionelle Finanzdienstleistungen anbieten, sowie Banken, die mit modernen Technologien neue Dienstleistungen anbieten

**Fundamentaldaten** – Beziehen sich auf qualitative und quantitative Informationen über eine Firma, Wirtschaft, Währung oder ein Wertpapier

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

**High-Yield-Anleihen (HY-Anleihen)** - Vgl. Hochzinsanleihen

**Hochzinsanleihen** – Hochverzinsliche Anleihen (nicht Investment Grade)

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

**Kernstaat** – Industriestaat mit einem liquiden Staatsanleihemarkt

**Kernstaatsanleihe** – Vgl. Kernstaat

**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

**Leveraged Buyout (LBO)** – Darunter versteht man den Kauf einer Firma, bei dem die Finanzierung der Übernahmekosten hauptsächlich durch Fremdfinanzierung erfolgt

**Leveraged Loans** – Kredite an Schuldner, die bereits hohe Schulden haben, und mit entsprechenden Risiken für die Gläubiger verbunden sind

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

**Lower for longer** – Bezieht sich auf den flachen, zeitlich verlängerten Konjunkturverlauf

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

**MSCI AC World Financials Index** – Aktienindex, der große und mittelgroße Finanzunternehmen aus 46 Entwicklungs- und Industrieländern abbildet

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

**MSCI IPD OFIX Deutschland** – Misst die Gesamttrendite ausgewählter deutscher offener Immobilienfonds nach Einsatz von Fremdkapital, Liquiditätshaltung und Fondskosten

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

**Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD)** – Internationale Organisation mit 34 Mitgliedsstaaten, die sich der Demokratie und Marktwirtschaft verpflichtet fühlen

**Primärangebot** – Erstausgabe von Wertpapieren, hauptsächlich Anleihen und Aktien

**Private-Debt-Fonds** – Fonds, die in festverzinsliche Werte investieren (z.B. Schuldverschreibungen) und selbst nicht gehandelt werden

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

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

**Sekundärmarkt** – Bezeichnung für den Markt, auf dem der Austausch von Anleihen und Sicherheiten nicht mit dem Emitent, sondern zwischen Investoren stattfindet

**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

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

**Spreadausweitung** – Vergrößerung des Zinsaufschlags einer Schuldverschreibung (z.B. Unternehmensanleihe) gegenüber den Zinsen auf sichere Staatsanleihen

**Stock- und Bondpicker** – Investor, der sich in seiner Anlagestrategie auf das Rendite-Risiko-Profil einzelner Unternehmen/Anleihen konzentriert

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

**Strukturierte Kreditprodukte/ Structured Credit** – Verbriefung von Vermögenswerten wie Hypothekendarlehen oder anderen Krediten, z.B. in Form von Mortgage Backed Securities (MBS)

**Unknown Unknowns** – Zitat, das auf Donald Rumsfeld, ehemaliger US-Amerikanischer Verteidigungsminister, zurückgeht und eine Situation beschreibt, in der man noch nicht einmal weiß, welche unbekannte Gefahr drohen könnte

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

**US Treasuries** – US-amerikanische Staatsanleihen

**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

**Weltsozialprodukt** – Die Zusammenfassung der Bruttonationalprodukte aller Länder der Erde

**Wertschöpfungskette** – Die geordnete Reihung von Tätigkeiten zur Herstellung von Produkten

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

**Yuan** – Währungseinheit der Volksrepublik China

**Zinserhöhungszyklus** – Periode von der ersten bis zur letzten Zinserhöhung einer Zentralbank

**Zinskurve** – Die Zinskurve trägt grafisch die auf das 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.



# 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.

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

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

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

Diese Publikation enthält zukunftsgerichtete Elemente. Diese zukunftsgerichteten Elemente schließen u.a., jedoch nicht ausschließlich, Schätzungen, Projizierungen, Ansichten, Modelle und hypothetische Leistungsanalysen ein. Die hier dargelegten zukunftsgerichteten Erklärungen stellen die Beurteilung des Autors zum Datum dieses Materials dar. Zukunftsgerichtete Erklärungen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben könnten. Tatsächliche Ergebnisse können daher möglicherweise wesentlich von den hier enthaltenen Ergebnissen abweichen. Die Deutsche Bank gibt keine Stellungnahme ab und leistet keine Gewähr hinsichtlich der Angemessenheit oder Vollständigkeit dieser zukunftsgerichteten Erklärungen oder anderer, hier enthaltener, finanzieller Informationen.

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

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

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

Alle Markenrechte liegen bei ihren jeweiligen rechtlichen Inhabern.