

CIO Insights



Von Rhetorik zur Realität

Politische Prioritäten und ihre
Auswirkungen auf Anlageklassen

Marketing Material





Von Rhetorik zur Realität

Die Chinesen benennen ihre Jahre nach Tieren. Nach ihrem Kalender endet demnächst das Jahr des Affen, und es beginnt das Jahr des Hahns. Mit unserem gregorianischen Kalender sind wir womöglich bereits ein Jahr voraus: 2016 gab es tatsächlich viel Lärm, 2017 sollte aber das Jahr sein, in dem nach all dem Getöse auch gehandelt werden muss. Regierungen und auch die einzelnen Amtsträger sind nun aufgefordert, die Versprechen, die sie gegeben haben, auch zu erfüllen. Mit anderen Worten: 2017 sollte das Jahr sein, in dem den Worten Taten folgen.

Wir leben in einer komplexen Welt. Dennoch sollten Anleger nicht davon ausgehen, dass Ereignisse so unvorhersehbar sind, dass man sich unmöglich darauf vorbereiten kann. Meiner Meinung nach lässt sich in etwa abschätzen, wie sich die wirtschaftliche und politische Dynamik in diesem Jahr entwickeln wird. Wir fassen unsere Erwartungen in zehn Themen für 2017 zusammen, die wir auf den folgenden Seiten erörtern.

Ich möchte mit einer einfachen Beobachtung beginnen: Der Fokus der Märkte dürfte sich von der Geldpolitik zur Politik verschieben. Seit Beginn der globalen Finanzkrise vor fast zehn Jahren standen die Zentralbanken im Rampenlicht. Nun aber fordern unzufriedene Wähler, dass die gewählten Politiker die Hauptrolle übernehmen – und spürbare Veränderungen durchsetzen. Um dies zu erreichen, dürften einzelne Regierungen zu radikalen und manchmal unkoordinierten Lösungen neigen, die möglicherweise unzureichend erklärt bzw. verstanden werden. Die Umwandlung mündlicher Versprechen in kohärente Rechtsvorschriften dürfte sich als schwierig erweisen. Selbst wenn sich alles zum Guten wenden sollte – und da bin ich optimistisch –, werden Anleger in einer Welt agieren müssen, die u.a. von divergierenden Haushalts-, Geld-, Handelspolitiken geprägt sein dürfte (Thema Nr. 1).

Anleger könnten vor der Herausforderung stehen, sich an eine Welt zu gewöhnen, die nicht nur durch ein Auseinanderdriften gekennzeichnet ist, sondern auch latent durch ständige Störfaktoren bedroht ist. Dies trifft vor allem auf die Handelspolitik zu (Thema Nr. 2). Ungeachtet dessen, ob den vielen aktuell geäußerten Worten auch wirklich politische Taten folgen, reicht schon alleine die Drohung mit Handelsbeschränkungen aus, um das Verhalten von Regierungen, Unternehmen und Privatpersonen zu beeinflussen. Dabei gilt es jedoch zu bedenken, dass Handelsbeschränkungen kein neues Phänomen sind: Wir leben auch heute nicht in einer Welt vollkommenen Freihandels.

Für die anderen vermeintlichen politischen Herausforderungen des Jahres 2017 scheint eine tiefgehende Analyse erforderlich. Beispielsweise wird derzeit viel über Inflation und steigende Zinsen diskutiert (Thema Nr. 3). Aber wie stark können beide tatsächlich steigen? Wahrscheinlich eher geringfügig, zumindest im Jahr 2017, obwohl beide im Laufe des Jahres wesentliche Diskussionsthemen sein werden. Weiter stellt sich die Frage, ob es trotz der Diskussion über die „große Rotation“ bzw. die Umschichtung von Anleihen in Aktien gerechtfertigt ist, die erstgenannte Anlageklasse so negativ zu sehen? Wie wir in Thema Nr. 4 erörtern, ist dies wahrscheinlich nicht der Fall.

Zudem gilt es, diese Analyse zu untermauern, indem wir beurteilen, inwieweit wir ihr vertrauen. Man könnte etwa einwenden, dass aufgrund der bereits hohen Bewertungen von Aktien die Unternehmensgewinne steigen müssen, um einen weiteren nachhaltigen Anstieg der Märkte sicherzustellen. Die Konsenserwartungen weisen in der Tat auf einen bevorstehenden Anstieg der Gewinne hin. Aber welches Maß an Vertrauen sollte man diesen Prognosen schenken, und was könnte schiefgehen? Zuerst kommt es darauf an, die Schlüsselsektoren in regionalen Märkten und ihre Stärken und Schwächen zu verstehen (Thema Nr. 5). Wenn es darauf ankommt, ein wichtiges Thema innerhalb des Bereichs Aktien (und Industrie) umfassender zu behandeln, ist dies aus unserer Sicht die anhaltende Bedeutung des Technologiesektors. Unserer Ansicht nach dürften 2017 hier drei Subsektoren von besonderem Interesse sein: Infrastrukturtechnik

Trotz all der möglichen Marktstörungen in diesem Jahr muss man bedenken, dass wir in einer spannenden und dynamischen Welt mit wichtigen und neuen Trends leben, welche die Art und Weise, wie wir leben und investieren, entscheidend verändern werden.

(InfraTech), Medizintechnik (HealthTech) und Finanztechnologie (FinTech) (Thema Nr. 6).

Welche anderen Faktoren könnten das allgemeine Marktumfeld 2017 mit hoher Wahrscheinlichkeit beeinflussen? Meiner Meinung nach stehen zwei bereits fest. Erstens erscheint ein nachhaltiger weiterer Anstieg des Ölpreises trotz der jüngsten Einigung der OPEC über die Drosselung der Ölförderung unwahrscheinlich. Selbst wenn die OPEC die Förderdisziplin aufrechterhalten kann (was sich als schwer erweisen dürfte), sollte letztlich die Fördermenge in den USA steigen, um eventuelle Lücken zu schließen. Dies spricht unserer Meinung nach nicht gegen jegliche Art von Energieinvestments, sondern dafür, sich auf Bereiche zu konzentrieren, die eher von steigenden Ölvolumen statt von weiter steigenden Ölpreisen profitieren (Thema Nr. 7). Zweitens dürfte die Welt von einem weiter starken US-Dollar geprägt sein. Die meisten Aspekte des Auseinanderdriftens der politischen und wirtschaftlichen Entwicklung sollten den „Greenback“ stützen. Die Stärke des US-Dollars dürfte sich in mehrfacher Weise auf Kapitalanlagen auswirken, etwa auf die Rohstoffpreise und die Wettbewerbsfähigkeit der Exportwirtschaft der einzelnen Länder (Thema Nr. 8).

Ich möchte diese kurze Einschätzung des Jahres 2017 mit zwei Vorschlägen beschließen. Bei beiden geht es darum, über die allernächste Zukunft hinauszuschauen. Im vergangenen Jahr führten störende Ereignisse häufig zu erheblichen Marktentwicklungen, die sich rasch wieder umkehrten. Dies dürfte für viele, wenn auch vielleicht nicht für alle Markt Ereignisse 2017 gelten. Dabei kommt es meiner Meinung nach darauf an, zwischen kurzfristigen Überreaktionen des Marktes und längerfristigen strukturellen Marktverschiebungen zu unterscheiden. Zudem dürfte 2017 die aktive Risikokontrolle in den Portfolios eine größere Rolle spielen (Thema Nr. 9). Schließlich gilt es, trotz aller möglichen Störfaktoren in diesem Jahr zu bedenken, dass wir in einer spannenden und dynamischen Welt mit wichtigen und neuen Trends leben, welche die Art und Weise, wie wir leben und investieren, entscheidend verändern dürften. Einige dieser längerfristigen Trends erörtern wir am Ende unserer Ausführungen (Thema Nr. 10).

Ich wünsche Ihnen ein gesundes, erfolgreiches und glückliches Jahr 2017.



Christian Nolting
Global CIO

Von Rhetorik zur Realität



THEMEN FÜR 2017

- | | | | |
|---|---|----|--|
| 1 | Mehrdimensionale Divergenz | 6 | Fortschrittliche Technologien |
| 2 | Wachsender Protektionismus | 7 | Gebremster Aufschwung an den Ölmärkten |
| 3 | Eine „reelle“ Sicht auf die Zinsentwicklung | 8 | „Dem US-Dollar wieder zur Stärke verhelfen!“ |
| 4 | Den Anleihemarkt nicht vergessen | 9 | Nachrichtenhysterie |
| 5 | Alle Augen richten sich auf die Gewinne | 10 | Die aktuellen Themen von morgen |

Anlagethemen 2017

1

Mehrdimensionale Divergenz

Mehrdimensionale Divergenz

Mehrdimensionale Divergenz dürfte sich wahrscheinlich in den verschiedensten Politikbereichen zeigen – allen voran in der Haushalts-, Geld- und Handelspolitik. Dies dürfte die unterschiedlichen wirtschaftlichen Gegebenheiten in den einzelnen Wirtschaftsräumen, die unterschiedlichen Entwicklungsschwerpunkte und auf einem fundamentalen Niveau die unterschiedlichen Ansichten darüber widerspiegeln, wie die Welt funktioniert und funktionieren sollte.

In der Haushaltspolitik dürften die Vereinigten Staaten das größte Potenzial für Konjunkturanreize aufweisen, aber China und Japan sollten nicht außer Acht gelassen werden. Was die Geldpolitik betrifft, steht der allmählichen Straffung durch die US-Notenbank (Fed) eine weiter expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bank of Japan (BoJ) gegenüber, darüber hinaus mögliche Leitzinssenkungen in Indien und Brasilien. Die Rhetorik in Sachen Handelspolitik wird derzeit vor allem von den Vereinigten Staaten bestimmt – aber sie dürfte Reaktionen der Handelspartner hervorrufen.

Finanzmärkte

Die unterschiedliche Wirtschaftspolitik sollte Opportunitäten eröffnen. Zu den Gewinnern könnten Aktien aus den USA und Japan gehören. Ersteren dürften die wirtschaftliche Stärke der USA und regulatorische Vereinfachungen zugutekommen: Steuersenkungen erscheinen wahrscheinlich, und die Rückführung von ausländischen Vermögenswerten durch US-Unternehmen könnte zu einer verstärkten Fusions- und Übernahmetätigkeit führen. Letztere könnte von der Schwäche des Japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar profitieren. Auf Sektorebene wären z.B. der zyklische Konsumgüter- (dank Arbeitsplatzwachstum und Steuersenkungen) und der Technologiesektor in den USA zu beachten.

Abbildung 1:
Barmittelbestände von US-Unternehmen
im Ausland

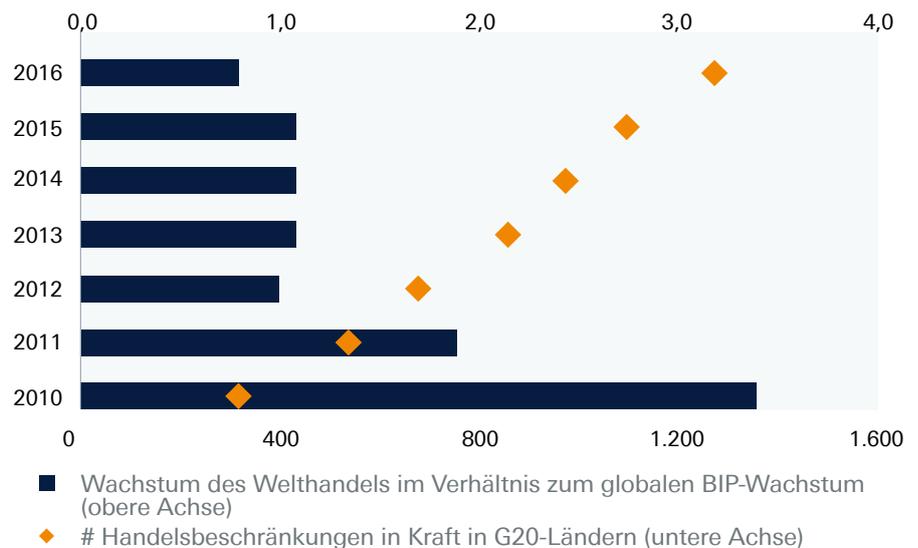


Quelle: Bloomberg, CNN, Forbes, JPMorgan, Reuters, Capital Economics, Deutsche Bank Wealth Management. Stand: November 2016.

2

Wachsender Protektionismus

Abbildung 2:
Stärkerer Protektionismus könnte bereits zu langsamerem Handelswachstum beigetragen haben



Quelle: OECD, WTO Secretariat for Trade, Deutsche Bank Wealth Management.
Stand: Dezember 2016.

Wachsender Protektionismus

Protektionismus ist kein neues Phänomen. Wie das Diagramm zeigt, nahmen die Handelsbeschränkungen in den G20-Staaten in den letzten Jahren zu, während das Wachstum des Welthandels im Verhältnis zum globalen Wirtschaftswachstum zurückging.

Eine erhebliche Zunahme des Protektionismus ist 2017 unseres Erachtens nicht zu erwarten: Die Politik muss sich wohl oder übel den Realitäten einer hoch integrierten, multinationalen Welt stellen. Allerdings könnte sich die Nachrichtenlage zu den internationalen Wirtschafts- und Handelsbeziehungen 2017 hektisch und potenziell beunruhigend entwickeln. Die Trump-Regierung dürfte alles daran setzen, die USA in der Weltwirtschaft neu zu positionieren, Großbritannien könnte versuchen, eine Strategie für den EU-Austritt (Brexit) zu erarbeiten,

und wichtige Handelspartner (von der Europäischen Union bis hin zu China) dürften überlegen, wie sie darauf reagieren. Protektionismus-Sorgen könnten daher – selbst wenn sie keinen ausgeprägten Hintergrund in der Realität haben – von sich aus Auswirkungen auf geografische oder sonstige Präferenzen haben.

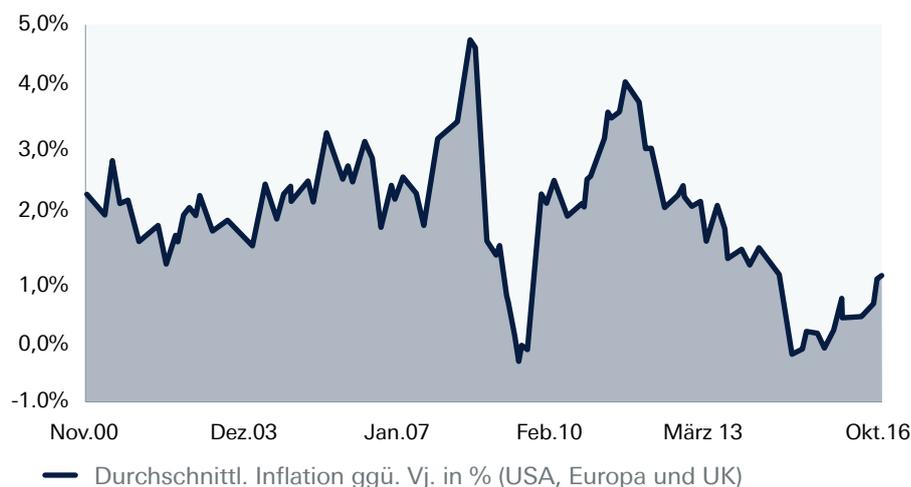
Finanzmärkte

Es gilt, auf Marktsegmente zu achten, die widerstandsfähiger gegenüber einer von weniger globalem Handel geprägten Welt erscheinen, und auf Regionen, die über bestehende Handelsverbindungen zu anderen Regionen und über politische Flexibilität verfügen. Selektivität dürfte sich auszahlen, insbesondere bei Aktien- und Rentenanlagen in Schwellenländern. Richtet sich der Blick etwas weiter in die Zukunft, gilt es, neuartige langfristige Trends im globalen Handel zu beachten.

3

Eine „reelle“ Sicht auf die Zinsentwicklung

Abbildung 3:
Die Inflation könnte allmählich steigen



Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank Wealth Management.
Stand: November 2016.

Eine „reelle“ Sicht auf die Zinsentwicklung

Allgemein scheinen sich die Märkte an die zunehmende Wahrscheinlichkeit zu gewöhnen, dass die Zinssätze in den nächsten Jahren steigen könnten. Den meisten Investoren dürfte das als eine Art „neue Weltordnung“ vorkommen, denn steigende Zinssätze waren in den Industrieländern seit dem Beginn der globalen Finanzkrise 2008 äußerst selten. Da dies angesichts der letzten Jahre so ungewohnt ist, besteht die Gefahr, dass das Ausmaß des Problems überschätzt wird, denn schließlich dürfte der Anstieg der Zinssätze 2017 wahrscheinlich moderat bleiben, allerdings sind periodische Abweichungen nach oben hin möglich. Zu beachten ist außerdem, dass die Fed zwar das Reinvestitionsprogramm ihr aus Anleihen zufließender Mittel fortsetzen und so ihre Bilanz effektiv auf dem aktuellen Niveau halten dürfte, während sowohl die Europäische Zentralbank (EZB) als auch die Bank of Japan ihre Bilanzen weiter ausweiten dürften.

Trotzdem gilt es, die Inflation ebenso im Auge zu behalten wie ihre

wahrscheinliche Auswirkung auf die (inflationbereinigten) Realrenditen. Die Gesamtinflation könnte u.a. wegen der Basiseffekte aus dem Jahr 2016 und seitens der Ölpreise steigen. Die Kerninflation – ohne volatile Faktoren wie z.B. Energiepreise – bewegt sich in vielen Wirtschaftsräumen bereits nach oben. Dies bleibt voraussichtlich in der ersten Hälfte des Jahres 2017 ein wichtiger Diskussionspunkt.

Dies macht eine allmähliche, regelmäßig neu bewertete Anpassung der Anlagestrategie erforderlich.

Finanzmärkte

Eine unmittelbare Reaktion wäre, je nach Preisniveau entweder zinsvariable Schuldverschreibungen oder inflationsgeschützte Staatsanleihen einzusetzen. Aus fundamentaler Sicht könnte einiges für eine vorsichtigeren Haltung gegenüber bestimmten, jedoch nicht allen, Sektoren mit hohen Dividendenrenditen und Anleihen sprechen. Im Gegensatz dazu könnten Finanzwerte von einer steileren Zinskurve profitieren.



Den Anleihemarkt nicht vergessen

Abbildung 4:
Zinsdifferenziale von Investment-Grade Anleihen bleiben über den historischen Tiefstständen



Quelle: FactSet, Deutsche Bank Wealth Management. Stand: November 2016.

Den Anleihemarkt nicht vergessen

Das Augenmerk dürfte im Jahr 2017 hauptsächlich auf Aktien liegen, doch die seit langem erwartete „große Rotation“ von Anleihen in Aktien scheint noch auszustehen. Festverzinsliche Anlagen entwickelten sich im Vorfeld der US-Präsidentenwahlen im November und des Zinsentscheides der US-Notenbank im Dezember weitaus volatiler als Aktien und die etwas höhere Inflation könnte nächstes Jahr für Gegenwind sorgen, aber dieser Prozess sollte sich langsam seinem Ende entgegenneigen. Abgesehen von einigen Phasen steigender Renditen in der Vergangenheit (z.B. in Deutschland im April-Juni 2015 und während der globalen Sorgen um eine Verringerung der quantitativen Lockerungspolitik 2013) waren Anleger bisher sehr zurückhaltend, was die längerfristige Umschichtung von Vermögen aus festverzinslichen Anlagen anbelangt. Insbesondere in Europa könnte das wahrgenommene politische Risiko ein Grund sein, weshalb Anleger sich auch weiterhin zurückhalten.

Darüber hinaus dürfte es nach wie vor Opportunitäten bei Unternehmensanleihen geben. Das Investment-Grade-Segment sollte unter anderem deswegen attraktiv bleiben, weil es in Europa Unterstützung durch die Anleihekäufe der EZB erhält. Die Renditedifferenzen von hochverzinslichen Anleihen (High Yields) dürften weit oberhalb ihrer historischen Tiefstände bleiben, wir werden für diese Anlageklasse aber allmählich zurückhaltender.

Finanzmärkte

Anleihen aus Schwellenländern standen zuletzt wegen steigender Renditen von Staatsanleihen unter Druck; jedoch dürften künftige Zinserhöhungen, wie oben erwähnt, moderat ausfallen, was dieser Subanlageklasse Auftrieb geben sollte. Dennoch halten wir Selektion weiterhin für wichtig. Insgesamt dürften festverzinsliche Anlagen über ihren Beitrag zur Diversifikation hinaus auch weiterhin eine wichtige Rolle in Portfolios spielen.



Alle Augen richten sich auf die Gewinne

Abbildung 5:
Weltweit bereits aus historischer Sicht hohe Bewertungen



Quelle: FactSet, Deutsche Bank Wealth Management. Stand: November 2016.

Alle Augen richten sich auf die Gewinne

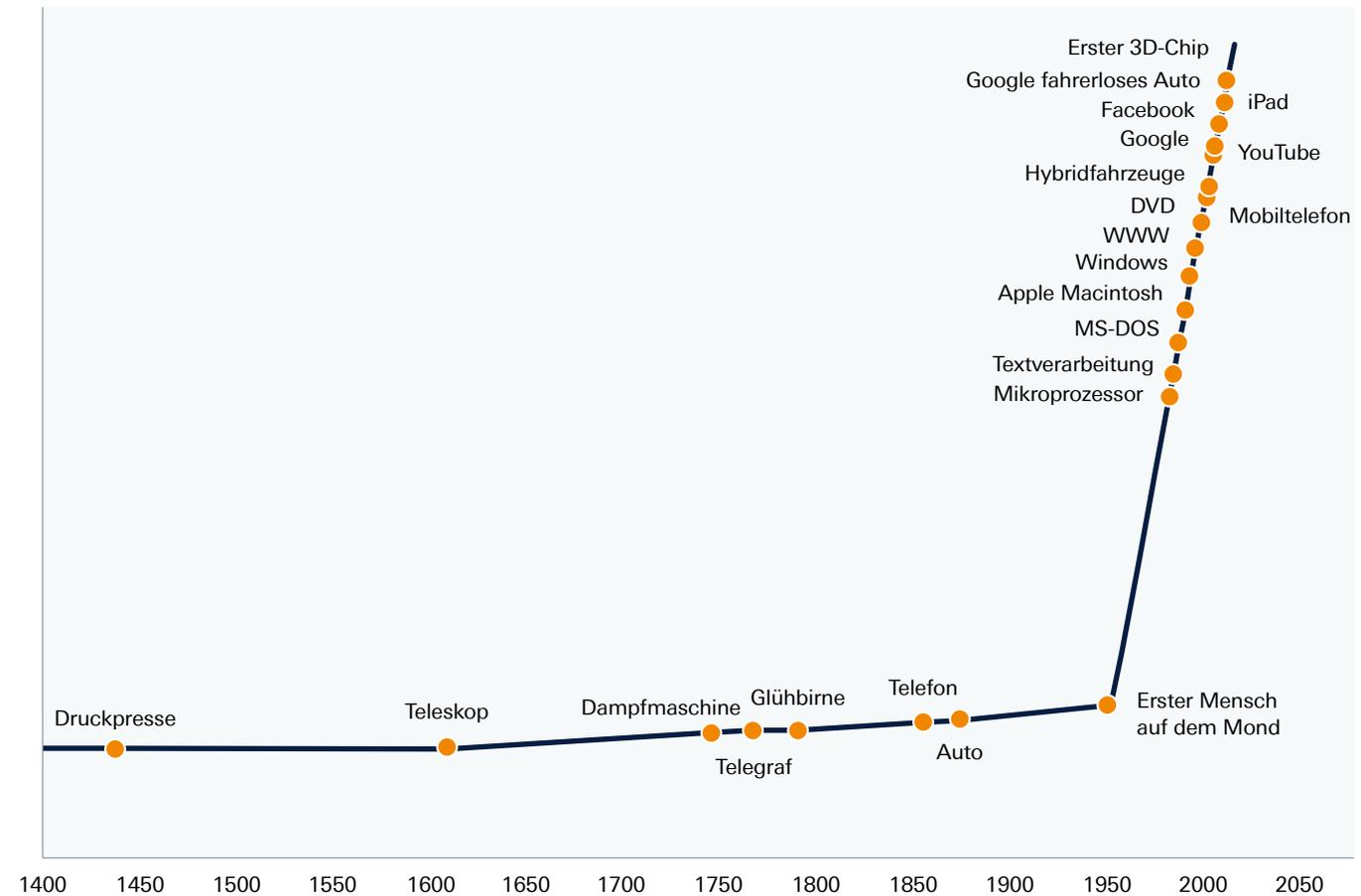
Die Unternehmensgewinne dürften 2017 besonders wichtig werden, denn es erscheint unwahrscheinlich, dass die Bewertungskennzahlen noch deutlich steigen. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) befinden sich im Bereich ihrer Höchststände seit über einem Jahrzehnt. Höhere Zinsen und ein reiferer Konjunkturzyklus bedeuten, dass sich der Spielraum für KGV-Anstiege weiter verringern dürfte.

Finanzmärkte

Da die Unternehmensgewinne im Jahr 2017 wahrscheinlich den wichtigsten Renditefaktor darstellen werden, ist es zuallererst wichtig zu wissen, welche Sektoren man auswählt, wenn man in einzelnen Regionen anlegt. Den wichtigsten Beitrag zum Gewinnwachstum sollte 2017 in Europa der Finanz-, in den USA der Energie-, in Japan der Industrie- und in den Schwellenländern der Technologiesektor

liefern. Die nächste Frage ist, wie viel Vertrauen man den Gewinnprognosen für die einzelnen Sektoren schenken kann. Da in den europäischen Indizes Finanzwerte stark gewichtet sind und diverse Wahlen anstehen, sind wir bei europäischen Aktien eher zurückhaltend. Im Gegensatz dazu glauben wir, dass die USA und Japan positiv überraschen könnten. Die Abhängigkeit der Gewinne vom Technologiesektor in den Schwellenländern könnte im Gleichlauf mit handelspolitischen Gesprächen für kurzfristige Volatilität sorgen, dürfte auf längere Sicht aber unterstützend wirken. Unter den weiteren Faktoren mit Einfluss auf die Gewinne dürfte den Wechselkursen mit ziemlicher Sicherheit eine Bedeutung zukommen, die über ihren Einfluss auf die allgemeine Wettbewerbsfähigkeit der Exporte hinausgeht.

Abbildung 6:
Der technologische Wandel hat sich beschleunigt



Quelle: ASGAR, Deutsche Bank Wealth Management. Stand: November 2016.

6

Fortschrittliche Technologien

Fortschrittliche Technologien

Technologische Fortschritte und technologiebedingte Produktivitätsgewinne sind nach wie vor maßgebliche Faktoren für das Wirtschaftswachstum. Einige Bereiche der Informationstechnologie dürften sich mittelfristig als besonders interessant erweisen. Dazu zählen Technologien,

die im Infrastruktur- (InfraTech), Gesundheits- (HealthTech) und Finanzdienstleistungssektor (FinTech) zum Einsatz kommen.

Der InfraTech-Sektor dürfte von Donald Trumps Plänen zur Modernisierung der alternden US-Infrastruktur profitieren; dieses Programm dürfte bedeutende Auswirkungen haben, die sich nicht nur auf den Bausektor im engeren Sinne beschränken. Währenddessen profitiert der HealthTech-Sektor von zwei gleichzeitigen langfristigen Trends: längerer Lebensdauer und ausgeprägterem persönlichen Gesundheitsbewusstsein. Der technologische Fortschritt hat sich im Subsektor Biotechnologie, der sich mit der Erforschung neuer Behandlungsmethoden für Krankheiten befasst, am offensichtlichsten bemerkbar gemacht, spielt aber auch

bei der Herstellung medizinischer Spezialausrüstung und medizinischer Screening-Software eine maßgebliche Rolle, um nur einige herausragende Beispiele zu nennen. Auf persönlicher Ebene besteht weiterhin viel Spielraum auf dem Gebiet der individuellen Gesundheitsüberwachung (mittels tragbarer und sonstiger Geräte). Es dürfte aber auch erhebliches Potenzial für technologische Innovationen im Finanzdienstleistungssektor geben – zum Beispiel in Form von „Beratungsrobotern“ und einer technologisch fortschrittlicheren Bankeninfrastruktur.

Finanzmärkte

Insgesamt macht die IT-Branche, sowohl absolut als auch im Verhältnis zum US-Aktienindex S&P 500 gesehen, einen attraktiven Eindruck.

7

Gebremster Aufschwung an den Ölmärkten

Abbildung 7:
Die OPEC überschreitet in der Regel ihre Quoten
Bp.



Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank Wealth Management.
Stand: November 2016.

Gebremster Aufschwung an den Ölmärkten

Bekanntlich wurde der Rohölpreis in den vergangenen drei Jahren meist von den Käufern bestimmt. Das Angebot hat die Nachfrage beständig eingeholt und übertroffen, auch wenn die Preise äußerst niedrig waren. Entscheidend dafür war die Fähigkeit der US-Schieferölproduzenten, ihre Förderkosten in kürzester Zeit radikal zu senken, wodurch die USA 2016 zu einem der drei weltgrößten Ölförderländer wurden.

Obwohl wir einen leichten Anstieg des Ölpreises im Laufe des Jahres 2017 erwarten, glauben wir nicht, dass sich diese fundamentale Marktdynamik ändern wird. Die OPEC dürfte sich mit der vollständigen Umsetzung ihrer im November 2016 beschlossenen Drosselungen der Förderung wahrscheinlich schwertun und auch wenn es ihr gelingt, könnte die US-Förderung im Gegenzug rasch ansteigen, selbst wenn man das Produktivitätswachstum eher konservativ ansetzt. Auch wenn die Fördermenge

der OPEC vereinbarungsgemäß stark reduziert werden kann, muss das verringerte Fördervolumen daher längere Zeit aufrechterhalten werden, um die globalen Öllagerbestände zu verringern – was für einige OPEC-Mitglieder unzumutbare Haushaltsprobleme zur Folge haben könnte.

Das legt insbesondere mit Blick auf die erwartete Stärke des US-Dollars den Schluss nahe, dass ein länger andauernder weiterer Anstieg der Ölpreise unwahrscheinlich ist. Wir erwarten, dass der Rohölpreis der Sorte West Texas Intermediate (WTI) Ende 2017 bei 58 US-Dollar pro Barrel liegen wird. Deshalb bleiben wir in Bezug auf den Energiesektor vorsichtig.

Finanzmärkte

Statt sich auf den Rohölpreis zu konzentrieren, würden wir vielmehr nach Möglichkeiten suchen, wie man vom Anstieg des Rohölvolumens profitieren kann – etwa durch Anlagen in Öltransport oder -lagerung. In den USA wäre dies über MLP (Master Limited Partnerships) möglich.

8

„Dem US-Dollar wieder zur Stärke verhelfen!“

„Dem US-Dollar wieder zur Stärke verhelfen!“

Die Stärke des US-Dollars dürfte 2017 aus verschiedenen Gründen ein wichtiges Thema sein. Es besteht eine offensichtliche Diskrepanz zwischen der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten, wo die Federal Reserve Bank (Fed) eine behutsame Straffung vornimmt, und der entschieden expansiven Geldpolitik in der übrigen Welt. Außerdem dürfte die Währung durch das weiterhin stärkere Wirtschaftswachstum in den USA im Vergleich zu Europa oder Japan Auftrieb erhalten. Das Zinsgefälle zwischen den USA und anderen Industrieländern sollte die Nachfrage nach US-Anleihen und damit US-Dollar beleben: So ist derzeit der Renditeabstand (Spread) zwischen 10-jährigen US-Staatsanleihen (Treasuries) und 10-jährigen deutschen Bundesanleihen so groß wie noch nie in der Geschichte der Eurozone, und auch 2017 dürften die Spreads weiterhin erheblich ausfallen. Dennoch sind nicht alle Faktoren positiv für die US-Währung – die

derzeit hohen Aktienbewertungen könnten in diesem Umfeld negativ zu Buche schlagen – aber unter dem Strich deutet vieles auf einen starken US-Dollar hin.

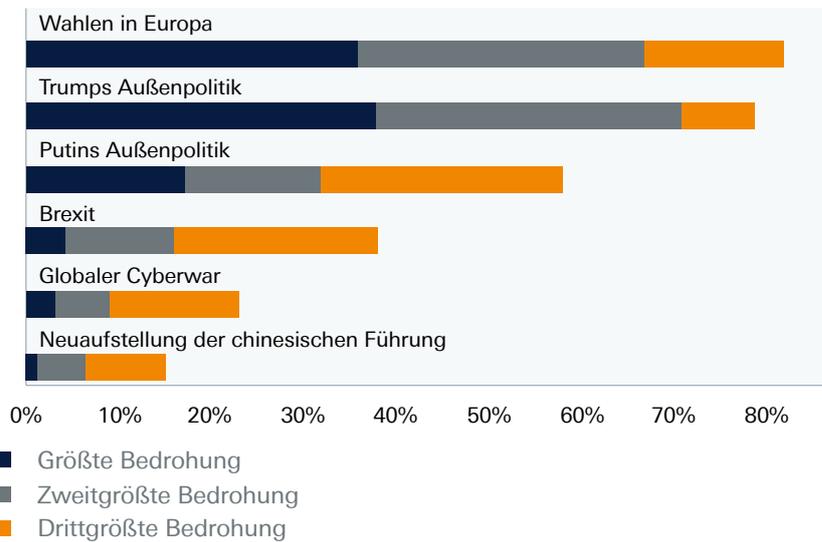
Finanzmärkte

Es gibt vielfache Auswirkungen eines starken US-Dollars auf Investments. Insgesamt dürften diese zu Lasten des Rohstoffsektors gehen und zweifellos einen selektiven Ansatz bei Schwellenländeranlagen rechtfertigen. Exporteure in Länder mit schwächeren Währungen (z.B. Europa und Japan) dürften jedoch davon profitieren und ihre Aktienmärkte Auftrieb erhalten. Zu beachten sind ferner die Auswirkungen auf die Inflation in Ländern mit deutlich schwächeren Währungen wie etwa Großbritannien.

9

Nachrichtenhysterie

Abbildung 8:
Globale Risiken



Fußnoten: Daten geschätzt nach einer Umfrage unter 146 Volkswirten vom 18.-28. Nov. 2016. Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank Wealth Management. Stand: November 2016.

Künftige europäische Wahlen

Niederlande:

Parlamentswahl (März 2017)

Frankreich:

Wahl des Präsidenten (April und Mai 2017);
Parlamentswahl (Juni 2017)

Deutschland:

Bundestagswahl (Herbst 2017)

Tschechische Republik:

Parlamentswahl (Oktober 2017)

Ungarn:

Parlamentswahl (spätestens im
Frühjahr 2017)

Italien:

mögliche Parlamentswahlen

Nachrichtenhysterie

Das Jahr 2016 war geprägt von beunruhigenden Schlagzeilen und darauf folgenden Überreaktionen der Märkte, die sich in den meisten Fällen bald wieder beruhigten. Dies könnte 2017 noch stärker der Fall sein, da wir es zunächst mit der Umsetzung der wichtigsten Versprechungen des Jahres 2016 (vor allem Trumps politischen Prioritäten und der Aktivierung von Artikel 50 im Brexit-Prozess) zu tun haben dürften. Darüber hinaus dürfte es eine Vielzahl neuer möglicher Störfaktoren geben – von den Wahlen in Europa über eine mögliche Neuausrichtung der Außenpolitik und die bevorstehende Neuaufstellung der chinesischen Führung bis hin zu allgemeinen Bedenken bezüglich der Internetsicherheit, um nur einige zu nennen. Ein weiterer Punkt, den es unserer Ansicht nach zu bedenken gibt, ist, dass geldpolitische Straffungen – wie sie jetzt zumindest in den USA bevorstehen – in der Vergangenheit

oftmals Phasen höherer Volatilität nach sich gezogen haben. Derzeit erscheint die Volatilität an den Märkten angesichts der derzeitigen globalen wirtschaftspolitischen Unsicherheit zudem ziemlich niedrig.

Anleger sollten daher unbedingt zwischen kurzlebigen Überreaktionen der Märkte (wie etwa nach dem Brexit-Referendum) und längerfristigen strukturellen Marktverschiebungen unterscheiden können.

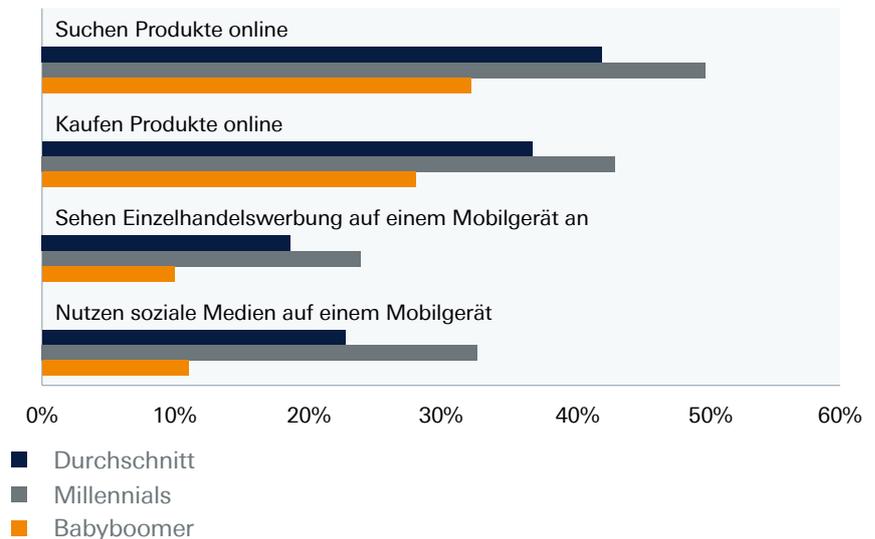
Finanzmärkte

Im Allgemeinen könnte 2017 ein Jahr werden, in dem Portfolios in gewissem Maße von einem individuellen aktiven Risikomanagement zum Schutz gegen Volatilität profitieren dürften, sodass beständigere Renditen unabhängig von der Marktentwicklung erzielt werden können. Es sollte auch Spielraum für Investmentansätze vorhanden sein, die auf spezielle Marktszenarien und Risiken abzielen.

10

Die aktuellen Themen von morgen

Abbildung 9:
Millennials mögen Technologie



Stand: Q1 2016.

Quelle: Deutsche Bank Global Markets, Deutsche Bank Wealth Management

Die aktuellen Themen von morgen

Es ist immer wichtig, über die unmittelbare Marktentwicklung hinaus längerfristige Themen ausfindig zu machen. Eines dieser Themen ist die Infrastruktur, wo sich die Nachfrage nicht nur auf die USA beschränkt. Tatsächlich rechnet man damit, dass der Anteil der Schwellenländer an den weltweiten Infrastrukturausgaben von 2016 bis 2030 auf 60% ansteigen wird.

Internetsicherheit, die weltweite Alterung der Bevölkerung und die so genannten „Millennials“ sind drei weitere wichtige Themen. Die Internetsicherheit ist ein sehr schnell wachsendes Problem, was sich daran zeigt, dass die US-Regierung dafür voraussichtlich 19 Mrd. USD im Haushalt 2017 einplanen wird, 35% mehr als 2016. Die weltweite Alterung der Bevölkerung dürfte die damit verbundenen Ausgaben noch stärker in die Höhe treiben und (ebenso wie die Infrastruktur) auch Schwellenländer betreffen. Die Auswirkungen der

globalen Alterung der Bevölkerung dürften weit über das Gesundheitswesen hinausgehen und auch im Versicherungs- und Finanzdienstleistungssektor im Allgemeinen sowie bei Ausgaben für Reisen und Freizeit Spuren hinterlassen. Weiter unten in der Alterspyramide dürfte das Ausgabeverhalten der Millennials (vereinfacht ausgedrückt die in den 1980er- und 1990er-Jahren Geborenen) eine zunehmend wichtige wirtschaftliche Triebfeder werden. Der Immobilienerwerb ist für diese Gruppe in vielen städtisch geprägten Regionen nicht möglich, weshalb sie auf Mietimmobilien angewiesen sind. Millennials geben ihr Geld gern für Unterhaltungselektronik aus, was wiederum ihr sonstiges Konsumausgabenverhalten beeinflusst. Sie legen ferner größeren Wert auf Lifestyle-Ausgaben – etwa für gesunde Ernährung – als frühere Generationen.

MULTI-ASSET

Die „neue Realität“ bei Diversifizierung und Erträgen



Johannes Müller
Chief Investment Officer
Deutschland

Seit den US-Präsidentenwahlen galt es, manch vertraute Annahmen neu zu überdenken. Die größte Veränderung aus einer Multi-Asset-Perspektive ist, dass eine klare Trendwende bei den Anleiherenditen festzustellen ist, wodurch künftige Vorteile einer Diversifizierung und deren Erträge in Frage gestellt werden. Die steigenden Renditen spiegeln Sorgen über künftigen Inflationsdruck sowie die politische Ungewissheit wider. Die Aktienmärkte haben besser auf die Unsicherheit reagiert und die Erwartung eines von politischen Faktoren getriebenen Wachstums bei gleichzeitiger Steigerung der Unternehmensgewinne positiv aufgenommen. Es bleibt abzuwarten,

welche Einschätzung – Pessimismus bei den Anleihen oder Optimismus bei den Aktien – sich auf längere Sicht als richtig erweisen wird. Damit werden die Vermögensallokation und eine sorgfältige Portfolio-Auswahl umso wichtiger sein.

Ein weiterer aufschlussreicher Trend ist die zunehmende Volatilität in den Anleihemärkten, während diese in den Aktienmärkten auf ermäßigtem Niveau bleibt (siehe Abb. 12). Durch die Anleiherückkäufe der Zentralbanken konnte die Volatilität der Finanzmärkte in den letzten Jahren weltweit in Grenzen gehalten werden, und zwar nicht nur direkt, sondern auch indirekt, insbesondere bei den Segmenten

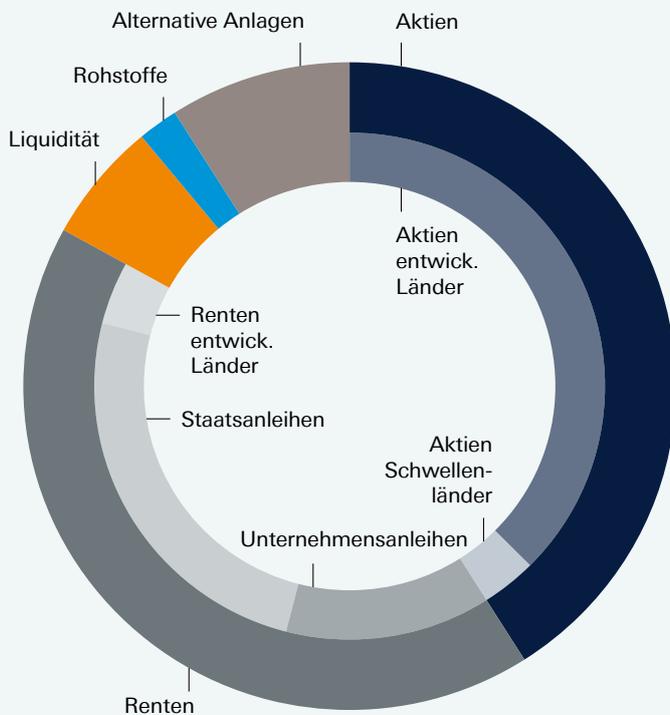


Abbildung 11:
Asset-Allokation (gemischtes Portfolio,
Stand: 10. Dezember 2016)

■ Aktien	
■ Entwick. Länder	37,5%
■ Schwellenländer	3,5%
■ Renten	
■ Unternehmensanleihen	13,0%
■ Staatsanleihen	25,0%
■ Entwick. Länder	4,0%
■ Liquidität	6,0%
■ Rohstoffe	2,0%
■ Alternative Anlagen	9,0%

Fußnote: Asset-Allokation, Stand: 10. Dezember 2016. Hinweis: Alternative Anlagen sind nicht für alle Anleger zu empfehlen und unter Umständen nicht für alle Anleger verfügbar.

Quelle: Regionales Investment-Komitee EMEA, Deutsche Bank AG Wealth Management. Empfohlene Allokation für eurobasierte Anleger. Diese Allokation könnte nicht für alle Anleger empfehlenswert sein.

Marketing Material – Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich als falsch herausstellen können.

der Anleihen mit höheren Renditen. Angesichts des anhaltend niedrigen Zinsniveaus in Europa und der künftigen politischen Unsicherheiten bleibt eine Diversifizierung sowohl über Anlageklassen als auch über Regionen auf globaler Ebene weiterhin wichtig.

Anleihen dürften sich immer noch lohnen

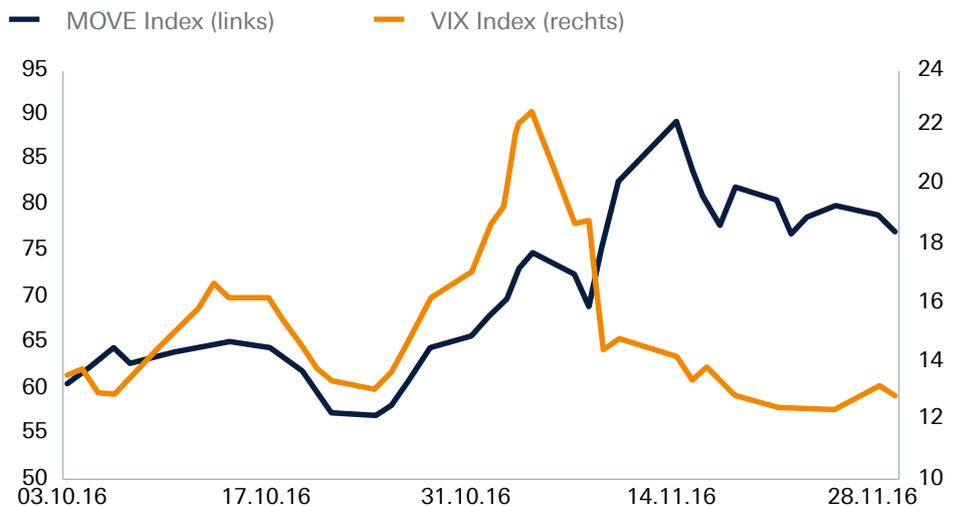
Bei Anleihen ist aller Wahrscheinlichkeit nach mit Gegenwind von niedrigen und steigenden Renditen zu rechnen. Wir behalten unsere vorsichtige Positionierung bei Staatsanleihen bei, aber sehen noch Potenzial bei einigen Anleihen mit Investment-Grade-Rating. Zwar scheint die verbleibende Rendite weniger attraktiv, doch wir gehen von anhaltenden Vorteilen einer Diversifizierung durch Anleihen in einem Portfolio aus, vorausgesetzt, dass die Renditen auf Staatsanleihen nicht zu stark überschießen. Strategisch gesehen tendieren wir zu kürzeren Laufzeiten durch eine aktive Steuerung der Zinssensitivität und gehen weiterhin ein gewisses Maß an Risiko bei Unternehmensanleihen ein, wenngleich in geringerem Umfang als zuvor. Wir investieren aus Renditeperspektiven weiterhin in Hochzinsanleihen und Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern jedoch selektiv und sind bei Ersteren vorsichtiger geworden.

Moderate Erträge bei Aktien erwartet

Insgesamt scheint das Risiko-Rendite-Profil von Aktien im Vergleich zu Anleihen vorteilhafter geworden zu sein. Daher ziehen wir es bis auf weiteres vor, Risiken eher über Aktien einzugehen, und haben unser Engagement in dieser Anlageklasse erhöht. Doch gilt es, sich stets vor Augen zu halten, dass wir uns historisch gesehen in einer sehr späten Phase des Anlagezyklus befinden dürften. Dieser Zyklus kann sich dank der haushaltspolitischen Konjunkturmaßnahmen in den USA möglicherweise noch ein weiteres Jahr fortsetzen, doch ein Anstieg der

Abbildung 12:

Volatilitätsindizes: VIX-Index (Divergenzindikator) und MOVE-Index (US-Staatsanleihen)



Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank Wealth Management. Stand: 29. November 2016.

durchschnittlichen Aktienrenditen deutlich über den mittleren einstelligen Bereich halten wir 2017 für unwahrscheinlich.

Berücksichtigung der unterschiedlichen Renditekomponenten

Aus diesem Grund scheint eine Fokussierung auf die verschiedenen Komponenten der Gesamrendite besonders wichtig, insbesondere auf die Erträge über Kupons auf der Renten- und über Dividenden auf der Aktienseite. Die Phase jüngster Volatilität eröffnet reichlich Gelegenheit, Positionen aufzubauen, vorausgesetzt, dass die einzelnen Titel mit der angemessenen Sorgfalt ausgewählt werden.

Innerhalb des Segments der Aktien tendieren wir eher zu US-Aktien und japanischen Aktien als zu europäischen Aktien. Trotz einer Stabilisierung der Rohstoffpreise und des anhaltenden Wachstums der Unternehmensgewinne in ausgewählten Schwellenländern scheinen diese Märkte von möglichen Sorgen über bestimmte Aspekte der Wirtschaftspolitik des designierten

US-Präsidenten Trump überschattet. Daher bevorzugen wir derzeit weiterhin Industrieländer gegenüber Schwellenländern.

Währungstrends von hoher Bedeutung

Ein weiterer kritischer Aspekt, den es bei der Verwaltung eines Portfolios zu berücksichtigen gilt, sind die Währungsbewegungen. So ist festzustellen, dass der US-Dollar gegenüber dem Euro höher tendiert und bis Ende 2017 die Parität erreichen dürfte. Wir prognostizieren auch eine Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem Japanischen Yen.

Alternative Anlagen, insbesondere in bestimmte Segmente der Infrastruktur, können ebenfalls eine durchaus lohnende Perspektive sein. Auch wenn bei Gold auf aktuellem Niveau bedeutende Gewinne nur schwer zu erzielen sein dürften, könnte es im Laufe des nächsten Jahres dennoch bessere Diversifizierungsmöglichkeiten bieten als Staatsanleihen. Zu diesem späten Zeitpunkt im Anlagezyklus bleibt ein aktives Risikomanagement wichtiger denn je.

Glossar

Die **Bank of Japan (BoJ)** ist die japanische Notenbank.

Brexit ist eine Kontraktion aus den Wörtern „Britain“ und „Exit“ und beschreibt den möglichen Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union.

Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist der monetäre Wert aller Güter und Dienstleistungen, die innerhalb eines bestimmten Zeitraums (in der Regel ein Jahr) innerhalb einer Volkswirtschaft produziert bzw. erbracht werden.

Bundesanleihen sind von der Bundesrepublik Deutschland emittierte Staatsanleihen.

Commodity-Trading-Advisors (CTAs) Strategien umfassen den Handel mit börsengehandelten Futures-Kontrakten.

Diskretionäre Makrostrategien zielen darauf ab, makroökonomische oder politische Veränderungen zur Erzielung von Gewinn zu nutzen.

Diversifizierung bezeichnet die Streuung von Anlagen über Anlagekategorien, geografische Zonen usw. mit dem Ziel einer Minderung der Risiken bzw. der Erwirtschaftung höherer risikobereinigter Renditen.

Dividende – Gewinnausschüttung eines Unternehmens an seine Anteilseigner.

Als **Emerging Markets** (engl. „Emerging Market“ [EM] = aufstrebender Markt) werden Länder bezeichnet, die einige Merkmale der Märkte von Industrieländern in Bezug auf Markteffizienz, Liquidität und andere Faktoren aufweisen, die jedoch nicht die Standards eines entwickelten Markts erfüllen.

Die **Europäische Zentralbank (EZB)** ist die Notenbank für die Eurozone.

Der **Eurostoxx 50 Index** ist der Leitindex des Aktienmarktes der Eurozone. Der Eurostoxx 600 hat einen größeren Umfang und eine größere Reichweite; er besteht aus 600 Unternehmen in 18 EU-Ländern.

Die **Federal Reserve (Fed)** ist die Notenbank der Vereinigten Staaten von Amerika. Ihr **Federal Open Market Committee (FOMC)** bestimmt in regelmäßigen Abständen die US-Zinspolitik.

FinTech ist eine allgemeine Bezeichnung für die innovative Anwendung von Informationstechnologie im Finanzsektor.

Der **FTSE 100 Index** ist der Leitindex der Börse in London und umfasst die 100 größten Unternehmen.

Fusionen und Übernahmen sind zwei Schlüsselmethoden der Unternehmenskonsolidierung: Eine Fusion bezeichnet den

Zusammenschluss von zwei Unternehmen zu einem neuen Unternehmen, eine Übernahme den Kauf eines Unternehmens durch ein anderes, ohne dass ein neues Unternehmen entsteht.

Der **Gewinn pro Aktie** wird berechnet als die Nettoerträge eines Unternehmens abzüglich der Dividenden der Vorzugsaktien, das Ganze dividiert durch die Gesamtanzahl der ausstehenden Aktien.

Hedgefonds sind alternative, weniger stark regulierte Anlageformen, welche diverse andere Fonds oder Anlagestrategien kombinieren, mit dem Ziel, höhere und von der Bewegung der Finanzmärkte weniger abhängige Renditen zu erzielen.

Hochverzinsliche Anleihen sind Anleihen mit höheren Renditen, aber niedrigerer Bonität im Vergleich zu Investment-Grade-Unternehmensanleihen, Staatsanleihen und Kommunalanleihen.

InfraTech bezeichnet die Anwendung von Technologie für die Infrastruktur.

JPY ist das Währungskürzel für den Japanischen Yen, die japanische Währung.

Kerninflation – volkswirtschaftliches Konzept zur Messung der Inflation, das die Preisänderungen bestimmter Güter (z.B. Energie) nicht berücksichtigt. Die nicht berücksichtigten Komponenten können von Land zu Land unterschiedlich sein.

Der **Kongress** ist die Zwei-Kammern-Legislativ auf Bundesebene der Vereinigten Staaten.

Korrelation – statistische Kennzahl, die die Abhängigkeit zweier Wertpapiere (oder anderer Variablen) misst.

Die **Leistungsbilanz** ist die Bilanz aus Handel, Nettoprimäreinkommen bzw. Faktoreinkommen und Nettotransfers liquider Mittel.

Long-/Short-Equity-Strategien sind Investment-Strategien, welche Long-Positionen auf Aktien, deren Kurse höher erwartet werden, und Short-Positionen auf Aktien, deren Kurse niedriger erwartet werden, kombinieren.

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

Millennials ist die Bezeichnung für in den 1980er- und 1990er-Jahren geborene Menschen, wobei es abweichende Definitionen geben kann.

Der **MSCI Asia ex Japan Index** umfasst eine repräsentative Auswahl groß- und mittelkapitalisierter Unternehmen in zwei von drei Ländern mit entwickelten Märkten (mit Ausnahme von Japan) und acht Ländern mit aufstrebenden Märkten in Asien.

Der **MSCI EM Index** umfasst eine repräsentative Auswahl groß- und mittelkapitalisierter Unternehmen in 23 Ländern mit aufstrebenden Märkten.

Der **MSCI Japan Index** misst die Performance der groß- und mittelkapitalisierten Segmente des japanischen Markts.

Ein **nominaler** Satz oder Wert beinhaltet keine Anpassungen zur Berücksichtigung von Faktoren wie saisonalen Schwankungen oder Inflation.

Die **Organisation erdölexportierender Länder (OPEC)** ist eine internationale Organisation mit dem Mandat der „Koordinierung und Vereinheitlichung der Erdölpolitik“ der zwölf Mitgliedsländer.

Zyklische Konsumgüter sind alle Güter, die für Verbraucher nicht wesentlich sind; Aktien aus dem zyklischen Konsumgütersektor neigen daher bei einer Konjunkturschwäche zur Underperformance und bei einem Aufschwung zur Outperformance.

Wichtige Hinweise

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Die Texte genügen nicht allen Vorschriften zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen. Es besteht auch kein Verbot für den Ersteller oder für das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen, vor bzw. nach Veröffentlichung dieser Unterlagen mit den entsprechenden Finanzinstrumenten zu handeln.

- Dieses Dokument enthält lediglich generelle Einschätzungen, welche auf der Grundlage einer fundamentalen sowie technischen Analyse der Deutsche Bank AG 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 Bank AG wieder, die auch sehr kurzfristig und ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann. Damit sind sie insbesondere nicht als Grundlage für eine mittel- oder langfristige Handlungsentscheidung geeignet.
- Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
- Dieses Dokument darf nur mit ausdrücklicher Zustimmung der Deutsche Bank AG 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 ist untersagt.

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 in einem Staat, einem 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 würde, 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.

© 2016 Deutsche Bank AG. Alle Rechte vorbehalten.

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

Herausgeber: Deutsche Bank AG, Taunusanlage 12, 60325 Frankfurt am Main, Deutschland.

Ihr globales CIO Team

Globaler Chief Investment Officer

Christian Nolting¹
Globaler Chief Investment Officer (CIO)

Regionale Chief Investment Officer

Larry V. Adam⁴
CIO Americas

Tuan Huynh⁶
CIO Asia

Stéphane Junod⁹
CIO EMEA

Johannes Müller¹
CIO Deutschland

Strategie Gruppe

Larry V. Adam⁴
Globaler Chefstrategie

Dr. Helmut Kaiser¹
Chefstrategie Deutschland

Gérard Piasko⁸
CIO Schweiz, Chefstrategie EMEA

Chief Investment Office

Markus Müller¹
Globaler Leiter CIO Office

Sebastian Janker¹
Leiter CIO Office Deutschland

Jürg Schmid⁸
Leiter CIO Office EMEA

Jeff Ng⁶
Leiter CIO Office Asien

Graham Richardson²
Financial Writer, CIO Office

Khoi Dang⁵
CIO Office Amerika

Enrico Börger⁹
CIO Office EMEA

Unsere Standorte weltweit

1. Deutsche Bank AG
Mainzer Landstrasse 11-17
60329 Frankfurt am Main
Deutschland
2. Deutsche Bank AG, London
105/108 Old Broad St (Pinnars Hall)
EC2N 1EN London
Grossbritannien
3. Deutsche Bank Trust Company
345 Park Avenue
10154-0004 New York, NY
Vereinigte Staaten
4. Deutsche Bank Securities
1 South Street
21202-3298 Baltimore, MD
Vereinigte Staaten
5. Deutsche Bank Trust Company,
National Association
5022 Gate Parkway, Suite 400
Jacksonville
Vereinigte Staaten
6. Deutsche Bank AG, Singapur
One Raffles Quay, South Tower
048583 Singapur
Singapur
7. Deutsche Bank AG, Hong Kong
1 Austin Road West
Hong Kong
Hong Kong
8. Deutsche Bank (Schweiz) AG
Hardstrasse 201
8005 Zürich
Schweiz
9. Deutsche Bank (Schweiz) AG
Place des Bergues 3
1211 Genf 1
Schweiz