

Deutsche Bank  
Chief Investment Office



Ausblick 2022

# CIO Insights



2022: Keine schnellen Lösungen  
Unser Ausblick für Volkswirtschaft und Anlageklassen



# Inhalt

Brief an die Investoren S. 2

Zehn Themen für 2022 S. 4

**Geopolitik:**  
| die Geschichte zweier Nationen



**Volkswirtschaft:**  
| manche mögens heiß



**Asien:**  
| im Jahr des Tigers



**Inflation:**  
| der "Elefant" im Raum



**Geldpolitik:**  
| diffuse Ängste



**Anleihen:**  
| die Rentenmarktrevolte



**Aktien:**  
| real-(istische) Renditen



**Rohstoffe:**  
| grünes Wachstum



**Immobilien:**  
| reale Alternativen



**Währungen:**  
| Makro ist ausschlaggebend



Portfolios und Investment S. 29

Zentrale langfristige Investmentthemen S. 30

# 2022: Keine schnellen Lösungen



Christian Nolting  
Globaler CIO

Die Inflation und die Zentralbanken werden im Vordergrund stehen. 2022 dürfte ein geldpolitischer Kurswechsel einsetzen, bei dem weitere Notenbanken dem Beispiel der Fed folgen und zu einer restriktiveren Geldpolitik übergehen. Es wird aber noch eine Reihe von anderen grundlegenden Veränderungen geben, unter anderem in den Bereichen Inflation, Klima, Geopolitik und Technologie.

Dadurch entsteht ein Umfeld, in dem Investoren nicht einfach auf „Basisszenarien“ vertrauen sollten. Die Pandemie hat uns gezeigt, dass komplexe Probleme selten umfassende und schnelle Lösungen haben. Wir sollten 2022 als Übergangsjahr betrachten, in dem sich die Investoren für die bevorstehenden Herausforderungen positionieren können.

Es war immer klar, dass die Konjunkturerholung nach dem Tief Mitte 2020 nicht einfach sein würde. Die Situation erforderte ein hohes Maß an geldpolitischer und fiskalpolitischer Unterstützung. Die Welt hat sich in den vergangenen zwei Jahren verändert, und viele Volkswirtschaften haben Schwierigkeiten, sich anzupassen.

Hohe Inflationsraten sind eine wichtige Begleiterscheinung dieses Anpassungsprozesses. Sie spiegeln in hohem Maße ein Missverhältnis zwischen der Erholung der Nachfrage und der Erholung des Angebots wider. Das zeigt sich sowohl an weltweiten Produktions- und Lieferkettenschwierigkeiten als auch am Arbeitsmarkt.

Solche Missverhältnisse zu beheben wird den Veränderungsprozess aber nicht aufhalten: Die Weltwirtschaft ist dynamisch. Frei nach dem griechischen Philosophen Heraklit: Man kann nicht zweimal in denselben Fluss steigen. Zum einen verändert sich der Fluss und zum anderen verändern auch wir uns als Person. Die Inflation ist durch unterschiedliche Einflussfaktoren kontinuierlich einem Wandel unterworfen und unsere eigenen Inflationserwartungen verändern sich ebenfalls.

Deshalb muss ein wirksames Portfolio-Risikomanagement von längerfristigen Überlegungen zu Zielen und Zusammensetzung des Portfolios begleitet werden: Es gilt strukturiert vorzugehen, statt nur zu reagieren. Ich sehe dabei zwei Kernkomponenten:

**01** Dies ist ein wichtiger Moment, sich über die [strategische Asset-Allokation](#) Gedanken zu machen. Kurzfristige Timing-Ansätze werden derart komplexen Veränderungsprozessen nicht gerecht; eine wirkungsvolle strategische Asset-Allokation dürfte langfristig eine deutlich effektivere und zuverlässigere Renditequelle sein. Zudem ist das aktuelle Umfeld womöglich weniger stabil als es auf den ersten Blick scheint.

Die finanzielle Repression (künstlich niedrige oder negative Realzinsen) dürfte unseres Erachtens nach noch einige Zeit erhalten bleiben. Aber selbst relativ geringe Veränderungen der Zinsen können erhebliche direkte und indirekte Auswirkungen auf Anlageklassen haben. Wir können nicht davon ausgehen, dass eine sehr klassische Asset-Allokation mit 60% Aktien und 40% Anleihen besonders gut funktioniert. Stattdessen sind differenziertere Ansätze gefragt.

02 ESG-Themen gewinnen für Portfolios immer stärker an Bedeutung. Der Kampf gegen den Klimawandel hat inzwischen dauerhaft einen festen Platz in den oberen Rängen der politischen Agenda, und die Auswirkungen für Investoren gehen weit über die Inflationsrate hinaus. Ganz gleich, wie man persönlich dazu steht, gibt es hier potenzielle Risiken (z. B. im Zusammenhang mit Stranded Assets), die es zu berücksichtigen gilt. Die Umstellung auf eine CO<sub>2</sub>-neutrale Wirtschaft dürfte natürlich zahlreiche interessante Chancen eröffnen. Auf ESG-bezogene und andere langfristige Anlagethemen gehen wir in dieser Publikation gesondert ein.

Wir sollten 2022 als Übergangsjahr betrachten, während sich die Weltwirtschaft und das Anlageumfeld auf der Suche nach einer neuen Realität weiterentwickeln. Jetzt die Asset-Allokation anzupassen und dem Thema ESG in Portfolios den nötigen Raum zu geben, dürfte dabei helfen, von dem Veränderungsprozess zu profitieren.

Wir wünschen Ihnen ein erfolgreiches und Vermögen schaffendes Anlagejahr.

Christian Nolting

Christian Nolting  
Globaler CIO



## Zehn Themen für 2022

1. **Geopolitik: die Geschichte zweier Nationen.** Der Wettbewerb um Handel und natürliche Rohstoffe hält an, und sowohl Umweltprobleme als auch die Umverteilung von Ressourcen innerhalb einzelner Volkswirtschaften spielen eine wichtige Rolle.
2. **Volkswirtschaft: manche mögens heiß.** Nach den hohen Wachstumsraten 2021 dürfte 2022 nur eine leichte Abschwächung folgen. Bei der Erholung wird es aber feine Unterschiede geben – mit Auswirkungen auf Devisen und andere Anlageklassen.
3. **Asien: im Jahr des Tigers.** Die wirtschaftliche Dynamik der Region wird nach den Herausforderungen von 2021 für eine spannende Entwicklung im Jahr 2022 sorgen. Die konjunkturelle Lage in China dürfte vielen regionalen Vermögenswerten zugutekommen und das Wachstum in Indien dürfte stark ausfallen.
4. **Inflation: der "Elefant" im Raum.** Preissteigerungen sind ein ernstes Problem, wirken bereits belastend und bergen eine Reihe von langfristigen Risiken. Eine Rückkehr zu einer ultraniedrigen Inflation ist unwahrscheinlich.
5. **Geldpolitik: diffuse Ängste.** Eine hohe Inflation schafft eine Reihe von Problemen für Zentralbanken und eine reaktive Geldpolitik könnte die Märkte zusätzlich beunruhigen. Die zu erwartende restriktive Haltung der Notenbanken sollte nicht überbewertet werden.
6. **Anleihen: die Rentenmarktrevolte.** Die durch eine veränderte Geldpolitik ausgelöste Volatilität könnte die Funktion von Anleihen in Portfolios infrage stellen. Einige Märkte werden von einer guten Unterstützung profitieren, aber wir sind uns der Risiken bewusst.
7. **Aktien: real-(istische) Renditen.** Der Ausblick sieht im Allgemeinen nach wie vor positiv aus, aber die Wertentwicklung könnte geringer ausfallen als 2021. Zyklische Änderungen und geografische Rotationen könnten 2022 nicht ohne Wirkung bleiben.
8. **Rohstoffe: grünes Wachstum.** Die Volatilität der Rohstoffpreise könnte zurückgehen, wenn die Corona-Beschränkungen nachlassen. Der Aufbau einer grünen Infrastruktur könnte die Nachfrage nach Energie und einigen Industrierohstoffen steigen lassen.
9. **Immobilien: reale Alternativen.** Der Sektor bietet Raum für weitere Zugewinne, aber eine Differenzierung zwischen Sektoren und Regionen ist entscheidend. Material- und Personalkosten könnten sich in manchen Märkten auf das Angebot auswirken.
10. **Währungen: Makro ist ausschlaggebend.** Inflationssorgen in den USA und die möglichen geldpolitischen Reaktionen haben den USD aufwerten lassen. Aber andere geldpolitische und gesamtwirtschaftliche Fundamentaldaten könnten 2022 eher abwertend auf den USD wirken.



Bitte den QR-Code benutzen, um weitere Publikationen von Deutsche Bank CIO Office abzurufen ([www.deutschewealth.com](http://www.deutschewealth.com)).

# Zehn Themen für 2022

## 01



### Geopolitik: die Geschichte zweier Nationen

Jetzt, da die Welt lernt, mit Corona zu leben, rückt die **Geopolitik** wieder in den Mittelpunkt. Unterschiedliche Gesellschafts- und Wirtschaftssysteme konkurrieren um Handel und natürliche Rohstoffe und gehen dabei über die bisher übliche Rivalität der traditionellen Regionalmächte hinaus.

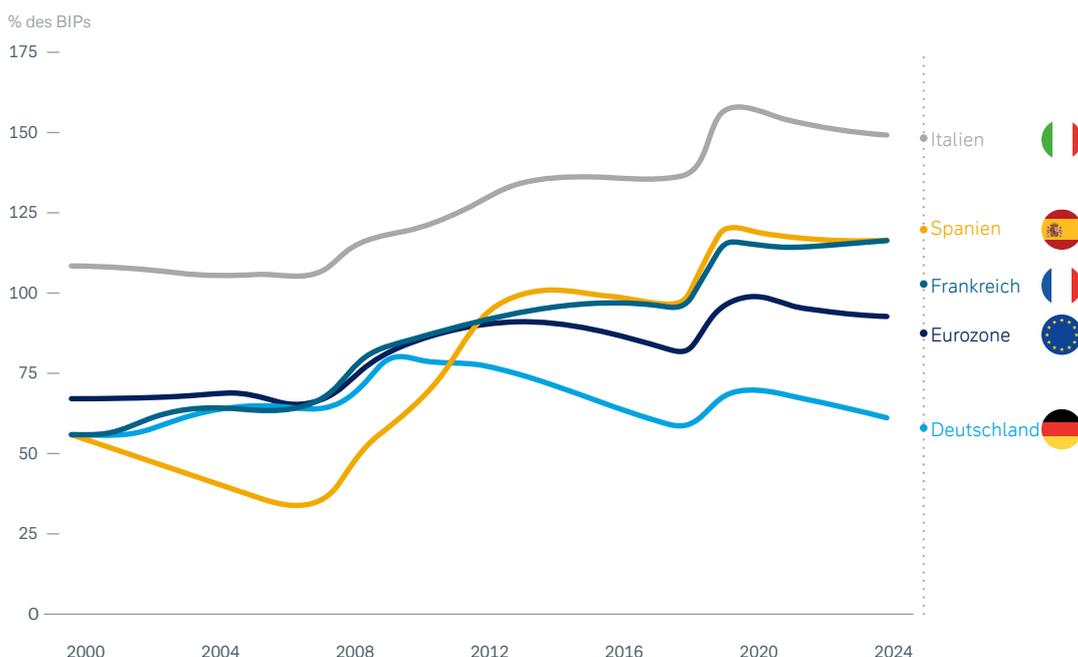
Dabei manifestieren sich die geopolitischen Spannungen auf unterschiedliche Art und Weise: in Form von Zulassungsbeschränkungen an den Finanzmärkten, Angebotsbeschränkungen bei Rohstoffen, Regulierungsvorschriften, politischen Gipfeltreffen und nicht zuletzt im zugrunde liegenden Risiko militärischer Konflikte.

Umweltthemen werden die geopolitischen Spannungen weiter verkomplizieren. Der wichtige und intensiver werdende Kampf gegen den Klimawandel könnte mit seinen Auswirkungen auf Wirtschaftstätigkeit und Kosten neue Risse offenbaren, sowohl innerhalb der traditionellen Märkte (z. B. Indien, China und anderer Schwellenländer) als auch zwischen Industrie- und Schwellenländern.

Dies alles geschieht zu einer Zeit, in der die einzelnen Volkswirtschaften zwar schnell wachsen, aber auch immer noch unterschiedlichen wirtschaftlichen Belastungen ausgesetzt sind. Die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie abzufedern hat in den meisten Ländern hohe Kosten verursacht. Und trotz dieser Belastung für die öffentlichen Haushalte und einer mehr oder weniger hohen Staatsverschuldung (Abbildung 1 zeigt die Unterschiede in der Eurozone) besteht die Notwendigkeit der Umverteilung von Ressourcen zwischen sozialen Schichten, während sich die Wirtschaft neu aufstellt.

Abbildung 1: IWF-Prognosen zur Staatsverschuldung in der Eurozone

Quelle: IWF, Deutsche Bank AG. Stand: November 2021.



Die Menschen werden ihren Umverteilungsbedenken 2022 in einer Reihe von wichtigen Wahlen und Ernennungen Ausdruck verleihen; im April ist zum Beispiel Präsidentschaftswahl in Frankreich, und im November stehen bereits die Zwischenwahlen in den USA an. Auch bei stärker formalisierten Entscheidungen, etwa beim Nationalen Volkskongress in China und der zu erwartenden Umbildung der politischen Führung, werden die Bedenken der Öffentlichkeit eine Rolle spielen.

Dies bedeutet, dass es sowohl auf internationaler als auch auf nationaler Ebene zu erheblichen **Schwierigkeiten** kommen dürfte. Die unterschiedlichen wirtschaftlichen und politischen Erfordernisse, die zugrunde liegen, miteinander in Einklang zu bringen, dürfte schwierig werden. Das ist die große politische Herausforderung 2022.

Umwelthemen könnten geopolitische Unterschiede verschärfen und das zu einer Zeit, in der die einzelnen Volkswirtschaften unterschiedlichen Arten von wirtschaftlichem Stress ausgesetzt sind. Die Umverteilungsbedenken der Menschen werden sich 2022 in einer Reihe von wichtigen Wahlen und Ernennungen spiegeln.

### Thema 1. Geopolitik: die Geschichte zweier Nationen.

Auswirkungen auf Kapitalmärkte und Portfolios:

- Geopolitik betrifft nicht nur Rohstoffe
- Probleme bei den öffentlichen Finanzen werden die Anlageschwierigkeiten verschärfen
- Wichtige Ereignisse dürften zu Volatilität führen



# 02



## Volkswirtschaft: manche mögens heiß

Die konjunkturelle Erholung dürfte anhalten, auch wenn das Coronavirus in vielen Ländern endemisch werden wird. Wir rechnen im Jahr 2022 nur mit einer leichten **Wachstumsabschwächung**. (Unsere Prognosen sind in Abbildung 2 dargestellt.) Ganz allgemein könnten Volkswirtschaften heiß laufen, weil dort, wo die potenziellen Wachstumsraten nach wie vor niedrig sind, weiterhin umfangreiche staatliche Unterstützung in die Wirtschaft fließt; allerdings dürfte dies Risiken bergen.

Abbildung 2: Prognosen für das BIP-Wachstum

Quelle: Deutsche Bank AG. Stand: 18. November 2021.

### Prognosen für das BIP-Wachstum (% gegenüber Vorjahr)

	2021	2022
 Indien	9,3	7,5
 China	7,7	5,3
 Großbritannien	6,8	4,5
 Frankreich	6,7	4,3
 Italien	6,2	4,7
 Welt	5,6	4,5
 USA*	5,6	4,0
 Brasilien	5,1	1,5
 Eurozone	5,0	4,6
 Spanien	5,0	6,3
 Russland	4,3	2,5
 Deutschland	3,0	4,8
 Japan	1,9	2,9

\*In den USA dürfte das BIP-Wachstum Q4/Q4 2021 4,7% und 2022 4,1% betragen.

Trotz des allgemein starken Wachstums wird es **feine Unterschiede** geben. Entscheidend wird der Wachstumsvergleich zwischen unterschiedlichen Ländern sein. Wie wir bereits wissen, hinkt Europas Konjunkturerholung aktuell der amerikanischen hinterher. Wichtig sind aber auch die weitreichenderen Auswirkungen eines schwächeren Wachstums in China. Innerhalb der Volkswirtschaften wird es einen kontinuierlichen **Anpassungsprozess** geben.

Die **BIP-Treiber** werden wichtig sein. Als sich die Volkswirtschaften von den Corona-Tiefs erholten, lag der Fokus zunächst auf dem privaten Konsum und auf den Staatsausgaben. Der Staat legte eine Reihe von Programmen auf, um die Investitionen und den privaten Konsum zu fördern (z. B. Next Generation EU). Diese Programme unterscheiden sich aber in Umfang und Dauer, deshalb werden sie sich auch unterschiedlich stark auf die Konjunktur auswirken, was die verschiedenen US-Konjunkturpakete der vergangenen Jahre zeigen.

Der direkte und indirekte Beitrag der Exporte zum Wirtschaftswachstum dürfte in vielen Ländern steigen, wenn bis zum zweiten Halbjahr 2022 die meisten globalen Lieferprobleme beseitigt sind. Hier ist allerdings zu beachten, dass in unserer aktuellen Zeit des Wandels Basiseffekte die Zahlen im Jahresvergleich beeinflussen.

Die **Umweltpolitik** wird auf unterschiedliche Weise ebenfalls ein wichtiger Wachstumstreiber sein (z. B. durch die weltweite Einführung von CO<sub>2</sub>-Preisen). Früher wurde dies in der Regel als negativ betrachtet, weil sich dadurch in bestimmten Bereichen Einschränkungen ergeben. Aber der Aufbau einer neuen grünen Infrastruktur dürfte sich viele Jahre lang positiv auswirken – auch auf die Rohstoffnachfrage.

---

**Volkswirtschaften könnten heiß laufen, weil es weiterhin viele staatliche Konjunkturlösungen gibt. Bei der Erholung wird es aber feine Unterschiede und einen kontinuierlichen Anpassungsprozess innerhalb der einzelnen Volkswirtschaften geben.**

---

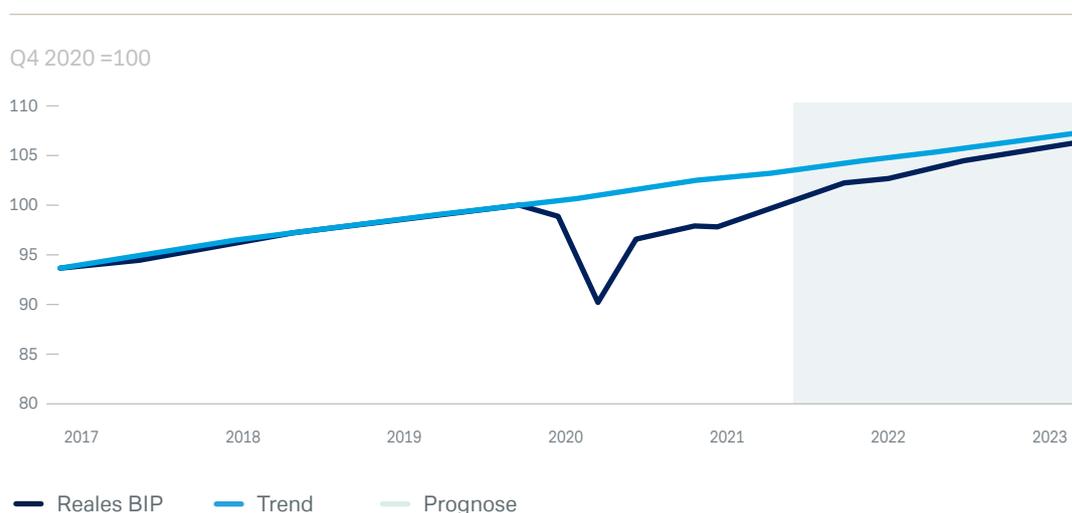
## Thema 2. Volkswirtschaft: manche mögens heiß

Auswirkungen auf Kapitalmärkte und Portfolios:

- Starkes Wachstum unterstützt Sachwerte
- Regionale Wachstumsunterschiede wirken sich auf Devisen und andere Anlageklassen aus
- Viele Bereiche werden auf Jahre hinaus vom Aufbau einer grünen Infrastruktur profitieren

Abbildung 3: US-BIP bald wieder auf Trendniveau

Quelle: DWS, Deutsche Bank AG. Stand: November 2021.



# 03



## Asien: im Jahr des Tigers

---

Asien steht im Mittelpunkt vieler aktueller Probleme – von der Geopolitik (China/USA) bis hin zu Lieferkettenschwierigkeiten (z. B. Halbleiter aus Taiwan). Auch die zentrale Lage der Region spiegelt ihre wirtschaftliche Bedeutung und ihre anhaltende wirtschaftliche Dynamik wider. Diese dürfte für ein spannendes Jahr 2022 sorgen und bildet die Grundlage für unseren Schwellenmarktfokus.

**China** hatte 2021 ein schwieriges Jahr und viele Probleme sind noch ungelöst. Chinas Wachstumsraten gehen zurück (siehe Abbildung 2), neue Regulierungsvorschriften erweisen sich als herausfordernd und die Sorgen um den Immobiliensektor haben sowohl den Anleihemarkt (allen voran Hochzinsanleihen) als auch den Aktienmarkt des Landes überschattet. Die Lösung vieler dieser Probleme dürfte einige Zeit dauern, aber wir dürften 2022 – im Jahr des Tigers – dennoch stabilere Wachstumstrends (jeweils gegenüber dem Vorquartal) verzeichnen. Die Behörden haben vor Präsident Xis mutmaßlichem Antritt zu einer weiteren Amtszeit im nächsten Jahr ein Interesse daran, dass die Wirtschaft stabil ist. Es gibt bereits Anzeichen für mehr Flexibilität seitens der chinesischen Zentralbank People's Bank of China (PBoC) und Anfang 2022 dürften die geld- und fiskalpolitischen Unterstützungsmaßnahmen klarer werden. Selbst bei den Regulierungsmaßnahmen könnte die Regierung irgendwann ein wenig zurückrudern, was für die Kapitalmärkte positiv wäre, aber dies könnte einige Zeit dauern. Wie so oft wirken Reformen, die das langfristige Wachstum begünstigen sollen, kurzfristig als Bremsklotz.

**Indien** hat sich gut von der Corona-Pandemie erholt; dem BIP-Wachstum von mehr als 9% im Jahr 2021 soll 2022 Prognosen zufolge ein Plus von 7,5% folgen – dies liegt deutlich über dem erwarteten Wachstum in China. Die Corona-Lage im Land scheint nach mehreren Wellen unter Kontrolle zu sein, und wir sehen sowohl bei den Investitionen der Unternehmen als auch beim privaten Konsum Aufholpotenzial. Inflationsrisiken bleiben bestehen, aber die Reserve Bank of India dürfte allmählich zu einer restriktiveren Geldpolitik übergehen; die Realzinsen dürften aber negativ bleiben.

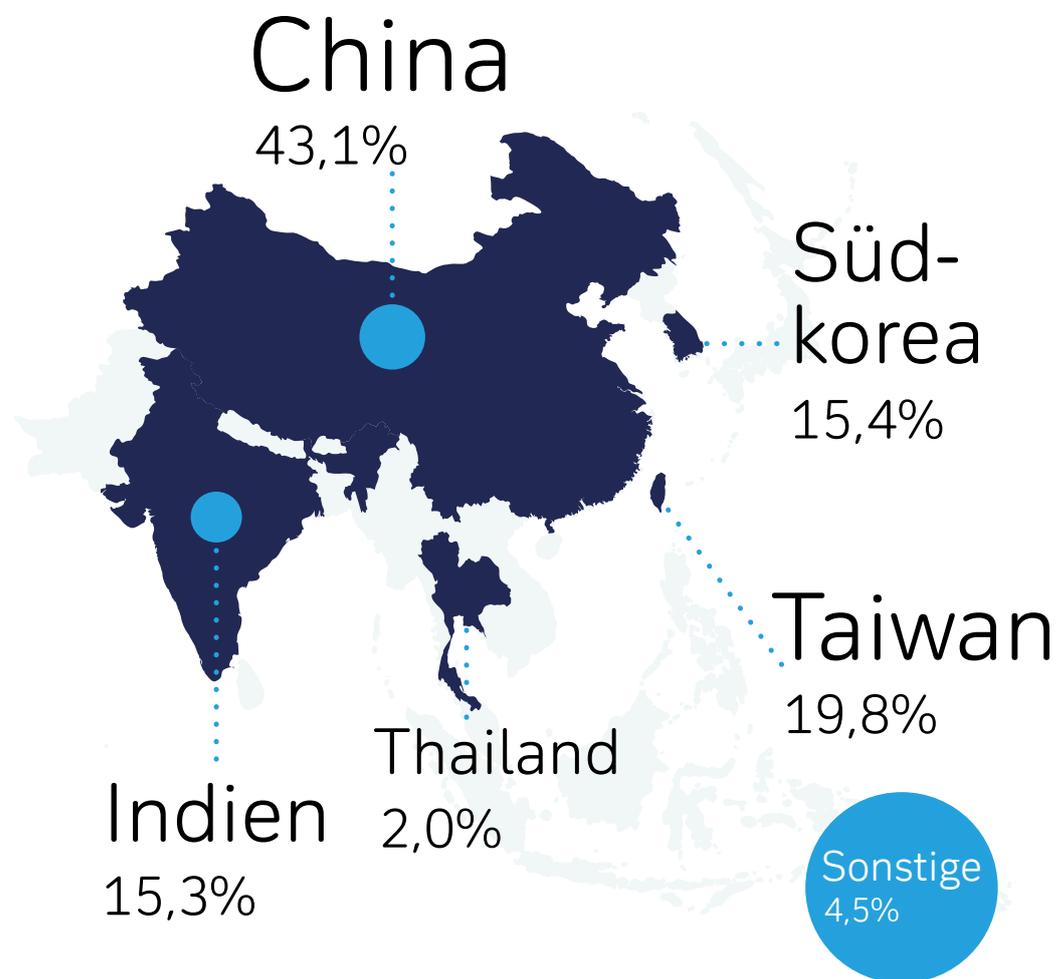


---

In Europa, im Nahen Osten, in Afrika sowie in der Region Asien-Pazifik werden diese Informationen als Marketingunterlagen eingestuft, in den USA jedoch nicht. Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Der Wert einer Investition kann sowohl fallen als auch steigen, und Sie erhalten möglicherweise nicht jederzeit den ursprünglich investierten Betrag zurück. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im Dezember 2021 erstellt.

Abbildung 4: MSCI EM Asia – Ländergewichtungen im Index

Quelle: MSCI, Deutsche Bank AG. Stand: 9. November 2021.



### Thema 3. Asien: im Jahr des Tigers

Auswirkungen auf Kapitalmärkte und Portfolios:

- Die Lösung von Chinas Immobilienproblemen wird dauern
- Aber viele regionale Vermögenswerte werden von Chinas wirtschaftlicher Lage profitieren
- Wachstum in Indien birgt Anlagechancen

# 04

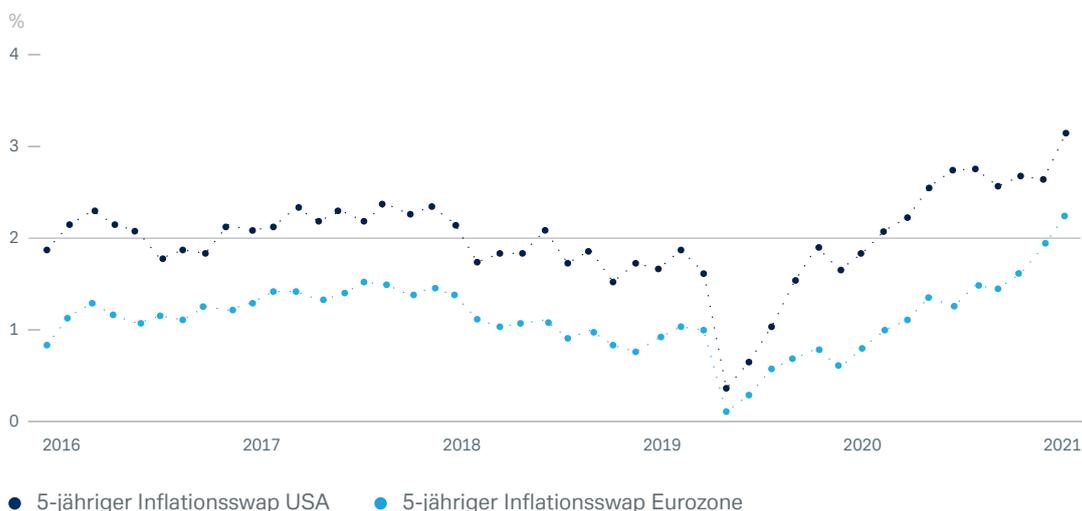
## Inflation: der "Elefant" im Raum

Ein Missverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage hat in der laufenden Erholung von der Pandemie 2021 in vielen Bereichen zu Preisdruck geführt. Die Deflationsbedenken sind schnell Inflationssorgen gewichen: die Verbraucherpreisinflation (VPI) gegenüber dem Vorjahr stieg in den USA auf über 6%, der Anstieg der Herstellerpreise stieg in vielen Volkswirtschaften (laut Herstellerpreisindex) sogar über auf 10%.

Inflation ist ein ernstes Problem, stellt jetzt schon eine Belastung dar und birgt eine Reihe von langfristigen Risiken – sie ist buchstäblich der "Elefant im Raum". Es besteht die Sorge, dass sich höhere Inflationserwartungen irgendwann auch in den Lohnabschlüssen niederschlagen. Die **Stagflation der 1970er Jahre**, als eine Kombination aus hohen Inflationsraten, schwachem Wachstum und sozialen Unruhen zu verzeichnen waren, schwebt nach wie vor über dem gesamten System. 2022 dürfte für die Inflation das Jahr der Entscheidung sein: Entweder das Problem wird gelöst oder es verschärft sich.

### Abbildung 5: Inflationserwartungen in den USA und in Europa

Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Stand: 8. November 2021.



Es dürfte Grund für Optimismus geben. Der Kostendruck dürfte nachlassen, wenn die Probleme in den weltweiten Lieferketten weitgehend gelöst sind (bis zum zweiten Halbjahr 2022) und die Welt sich an andere Produktions- und Vertriebsmuster gewöhnt. Dies wird sich zum Beispiel in einem geringeren Kosten- und Lieferdruck bei Halbleitern und ihren Abnehmern (z. B. Automobilindustrie) niederschlagen. Darüber hinaus prognostizieren wir für die nächsten 12 Monate keinen weiteren deutlichen Anstieg der Ölpreise. Aber die Inflation hat **mehrere Treiber**. Eine hohe Nachfrage nach bestimmten Arbeitskräften in einzelnen Volkswirtschaften (was zum Teil mit Änderungen der regionalen Lieferketten zu tun hat) lässt zum Beispiel die Löhne steigen. Ausgehend von der Annahme, dass 2022 die Inflationsraten gegenüber dem Vorjahr wieder zurückgehen und damit die durchschnittlichen jährlichen Inflationsraten sinken (siehe Abbildung 6), wäre zu erwarten, dass die hohen Inflationserwartungen nicht im Arbeitsmarkt verankert werden – aber sicher können wir uns dessen nicht sein.

## Abbildung 6: Inflationsprognosen

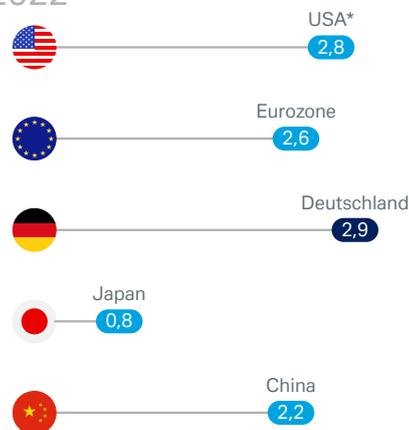
Quelle: Deutsche Bank AG. Stand: 18. November 2021.

### Inflationsprognosen

2021



2022



\*Bei der Verbraucherpreisinflation (VPI) ist die Kennzahl Kern-PCE Dez. bis Dez. – der Durchschnitt liegt 2021 bei 3,1%, 2022 bei 3,3%; Headline PCE (Dez/Dez) liegt 2021 bei 4,0%, 2022 bei 3,0% – der Durchschnitt liegt 2021 bei 3,5% und 2022 bei 3,6%.

Zur ultraniedrigen Inflation der vergangenen zehn Jahre werden wir jedenfalls nicht zurückkehren. Es sind weiterhin Ausschläge der Inflationsraten möglich, wenn sich die Welt an eine neue Situation anpasst. Die Regionalisierung der Lieferketten (die sogenannte **Glokalisierung** ausgelöst durch politische Bedenken oder als Absicherung gegen künftige globale Schwierigkeiten) könnte weiterhin zu Preisdruck beitragen. Zudem dürfte längerfristig die sogenannte **Greenflation** (Preiserhöhungen, die durch Umweltschutzmaßnahmen oder den Aufbau der neuen grünen Infrastruktur zustande kommen) eine Gefahr darstellen.

Für Anleger ist es wichtig, zwischen diesen unterschiedlichen Arten von Inflation zu unterscheiden, weil sie unterschiedliche Auswirkungen auf die Korrelationen zwischen den Anlageklassen haben könnten.

## Thema 4. Inflation: der "Elefant" im Raum

Auswirkungen auf Kapitalmärkte und Portfolios:

- Hohe Inflationsraten erhöhen die Unsicherheit im Zusammenhang mit Renditen
- Greenflation ist bereits ein gravierendes Problem
- Inflationsursachen wirken sich unterschiedlich auf Anlageklassen aus

# 05

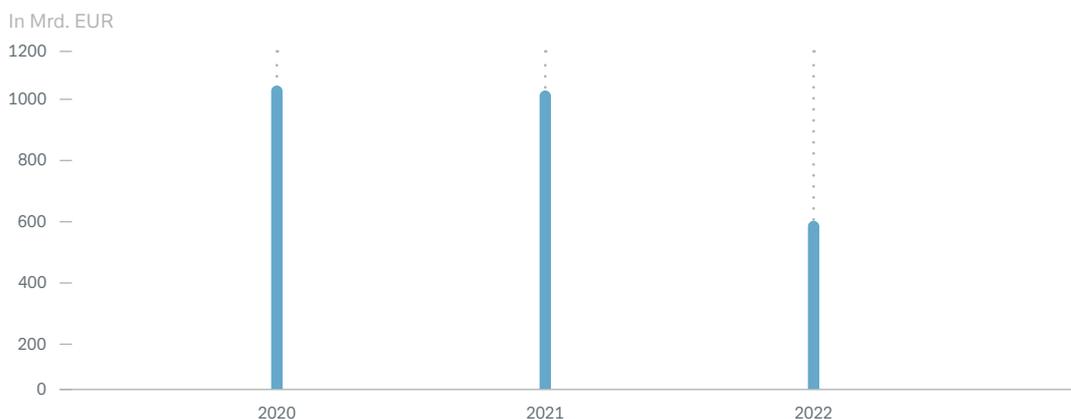


## Geldpolitik: diffuse Ängste

Die Aussicht auf höhere Inflationsraten, die zumindest einige Monate anhalten, stellt für die Zentralbanken eine weitere Herausforderung dar, die die ohnehin heikle Aufgabe einer sanften geldpolitischen Verknappung noch schwieriger machen könnte. Eine hohe Inflation könnte unter anderem dazu führen, dass **Zentralbanken mehr reagieren als aktiv die Richtung vorgeben**. Ihnen könnte dadurch sogar die Deutungshoheit entgleiten, wenn sie, statt einen geldpolitischen Weg aus der Krise definieren und halten zu können (wie 2008 und 2020), auf monatliche Inflationsveränderungen reagieren müssen, um zu verhindern, dass sich die Erwartungen der Kapitalmärkte deutlich von ihren eigenen entfernen. Diese Ungewissheit könnte die Tür für Bond Vigilantes weiter öffnen. Gemeint sind Investoren, die durch den Verkauf ihrer Staatsanleihen ihre Sorge über die finanzielle Lage des Landes ausdrücken. Sie agieren damit wie eine Art Bürgerwehr („Vigilantes“), die der Regierung und der Notenbank Druck macht. Eine höhere Volatilität an den Anleihemärkten würde sich letztlich auch auf die Volatilität der Aktienmärkte und die Stimmung im Allgemeinen auswirken.

### Abbildung 7: Anleihekäufe der EZB dürften 2022 insgesamt sinken

Quelle: DWS, Deutsche Bank AG. Stand: November 2021.



Aktuell scheint die Fed in Bezug auf Zinsentscheidungen hinterherzuhinken – vielleicht ganz bewusst. Allerdings könnte ein zu langes Abwarten das Inflationsproblem nur verlängern. Zudem können die Märkte unter Umständen schwerer einschätzen, wie restriktiv die Zentralbanken werden dürften – wir rechnen damit, dass sie angesichts der Unsicherheit im Hinblick auf das künftige Wachstum alles in allem weiter expansiv bleiben. Aktuell (im Dezember 2021) erscheint es wahrscheinlich, dass nach dem Ende der Kaufprogramme der Fed im weiteren Verlauf von 2022 eine Zinserhöhung folgt. Die EZB wird das Gesamtvolumen ihrer Nettoanleihekäufe 2022 reduzieren, aber eine Zinserhöhung erscheint unwahrscheinlich. Die Bank of England könnte 2022 hingegen mehrere Zinsschritte vornehmen. Von der Bank of Japan sind 2022 keine größeren geldpolitischen Veränderungen zu erwarten.

Darüber hinaus gibt es mit Blick auf die Geldpolitik auch einige grundlegende, konzeptionelle Bedenken. Nach einem untypischen Jahrzehnt und vor dem Hintergrund einer anhaltenden globalen Anpassung stellt sich weiter die Frage, wie genau die zugrundeliegende **geldpolitische „Normalität“** aussieht – zum Beispiel in Bezug auf den Konjunkturzyklus und den natürlichen Zinssatz.

Außerdem sehen sich die Zentralbanken womöglich einer **breiteren akademischen Debatte über die Geldpolitik** und ihr Verhältnis zur Fiskalpolitik gegenüber. Es könnte verstärkt über die Modern Monetary Theory (MMT) diskutiert werden, insbesondere wenn die Haushaltsdefizite hoch bleiben.

Auch wenn der Anstieg der Nominalzinsen relativ gering und die Realzinsen niedrig oder in vielen Fällen sogar negativ bleiben dürften, können Änderungen der Realverzinsung dennoch Übertreffen oder ein Unterschreiten einzelner Länder oder Sektoren verursachen – und somit Chancen und Risiken schaffen.

## Thema 5. Geldpolitik: diffuse Ängste

Auswirkungen auf Kapitalmärkte und Portfolios:

- Inflation kann dazu führen, dass die Notenbanken stärker reagieren müssen, was die Unsicherheit erhöht
- Ungewissheit über Geldpolitik und Renditen öffnet die Tür für Bond Vigilantes
- Volatilität bei den Renditen dürfte Länder- und Sektor-Rotationen auslösen



# 06



## Anleihen: die Rentenmarktrevolte

Die Welt ist im Wandel, aber die finanzielle Repression dürfte so schnell nicht verschwinden. Abbildung 8 zeigt unsere wichtigsten Prognosen.

Abbildung 8: Renditeprognosen für Ende Dezember 2022

Quelle: Deutsche Bank AG. Stand: 18. November 2021.

USA (2-jährige Treasuries)	1,10%
USA (10-jährige Treasuries)	2,00%
USA (30-jährige Treasuries)	2,30%
USD Investment-Grade-Anleihen (BarCap U.S.Credit)	70 Bp
USD Hochzinsanleihen (Barclays U.S. HY)	290 Bp
Deutschland (2-jährige Schatzanleihen)	-0,50%
Deutschland (10-jährige Bundesanleihen)	0,20%
Deutschland (30-jährige Bundesanleihen)	0,40%
Vereinigtes Königreich (10-jährige Gilts)	1,25%
EUR-Investment-Grade-Anleihen (iBoxx Eur Corp all)	75 Bp
EUR-Hochzinsanleihen (ML Eur Non-Fin HY Constr.)	290 Bp
Japan (2-jährige JGB)	0,00%
Japan (10-jährige JGB)	0,20%
Asiatische Unternehmensanleihen (JACI)	275 Bp
Schwellenländer-Staatsanleihen (EMBIG Div.)	320 Bp
Schwellenländer-Unternehmensanleihen (CEMBI Broad)	290 Bp

Die Unsicherheit im Zusammenhang mit den Rentenmärkten und die damit verbundene Volatilität senken die Attraktivität der Anlageklasse für ausgewogene Portfolios. Es besteht auch das Risiko, dass das Tapering (d. h. die Reduzierung der Anleihekäufe der Fed), insbesondere in den USA und in Europa, zu einer parallelen Kursentwicklung von Aktien und Anleihen führt; dadurch verlieren Anleihen ihre Diversifizierungsfunktion.

Bei **Staatsanleihen** prognostizieren wir nur einen moderaten Anstieg der Rendite in den kommenden zwölf Monaten. Dadurch könnten sich aber dennoch gravierende Auswirkungen auf den Markt für Staatsanleihen ergeben.

In gewisser Weise **ist jedoch der Weg das Ziel**. Unsere Prognose für US-Staatsanleihen zum Ende 2022 geht z. B. davon aus, dass die Renditen im Jahresverlauf bis zu einem gewissen Grad über unser Ziel hinausschießen (wenn das Wachstum anhält), bevor die Risikoscheu (z. B. im Zusammenhang mit den Zwischenwahlen in den USA) die Renditen bis zum Jahresende wieder drückt. Die Struktur der Renditekurve spielt eine große Rolle – sowohl als Anzeichen dafür, was aktuell geschieht, als auch als Ausblick auf die weitere Entwicklung. Die Renditekurve spiegelt die Prioritäten der unterschiedlichen Käufer in unterschiedlichen Laufzeitsegmenten – die durchaus gegensätzlich ausfallen können.

Wichtig ist, dass die Staatsanleihe renditen aus Industrieländern negativ und die Kurse dieser Anleihen volatil sein dürften – es handelt sich also keineswegs um eine „risikolose“ Anlage. Wie schon in den vergangenen Jahren stellt sich für Anleger die Frage, wie weit sie auf der Risiko/Rendite-Kurve bereit sind zu gehen, um ihre gewünschte Rendite zu erhalten.

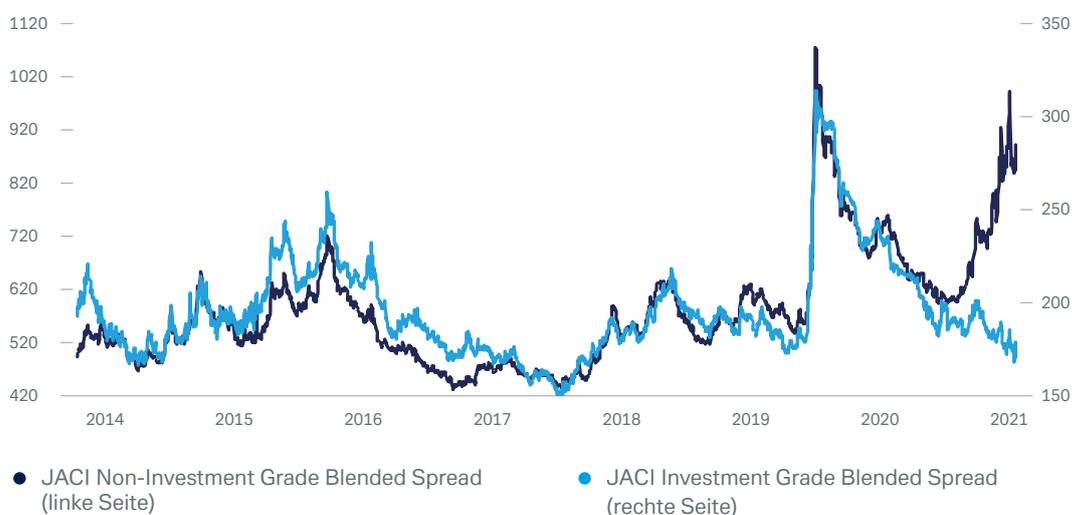
**Investment-Grade-Anleihen (IG)** – sowohl in USD als auch in EUR – dürften weiter von einer hohen Nachfrage der Investoren profitieren. In den USA dürften auch ein geringeres Bruttoangebot und andere technische Faktoren günstig bleiben. Schuldenabbau und die anhaltenden Anleihekäufe der EZB werden EUR-IG-Anleihen zugutekommen. Die lange Laufzeit von IG-Anleihen (z. B. gegenüber HY) erhöht das mit Zinssteigerungen verbundene Risiko.

Bei **High-Yield- (HY) oder Hochzinsanleihen** dürften viele Fundamentaldaten (u. a. sehr niedrige Ausfallquoten) weiterhin unterstützen. Es wäre allerdings unklug, die potenziellen Risiken im Zusammenhang mit einer höheren Inflation, einer Veränderung der Geldpolitik und vielleicht weniger optimistischen Quartalsberichten der Unternehmen zu ignorieren. Wir prognostizieren aktuell einen leichten Rückgang der EUR-HY-Risikoaufschläge, rechnen aber damit, dass die USD-HY-Risikoaufschläge auf dem aktuellen Niveau bleiben.

Für **Schwellenländeranleihen** war 2021 durchwachsen: Höhere Rohstoffpreise kamen vielen Schwellenländern zugute, die Unterstützung des Internationalen Währungsfonds (IWF) war wichtig und Liquiditätsprobleme wurden verhindert. Doch die Fundamentaldaten unterscheiden sich je nach Volkswirtschaft, die durch Corona verursachten Probleme halten an und die Entwicklungen in China werfen einen langen Schatten, vor allem über das asiatische Hochzinssegment. Die geldpolitische Verknappung der Fed könnte Schwierigkeiten verursachen, ebenso wie die geldpolitischen Entscheidungen in einigen Ländern. Wir haben unseren strategischen 12-Monats-Ausblick für Schwellenländerstaatsanleihen leicht nach unten korrigiert, gehen aber weiterhin von einem leichten Anstieg der Risikoprämien (Spreads) aus. Bei Unternehmensanleihen dürften unserer Einschätzung nach stabile Fundamentaldaten und eine Erholung des Wachstums in Schwellenländern geldpolitische und Zinsrisiken verringern – ein gewisser Rückgang der Spreads ist zu erwarten.

Abbildung 9: Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen in Asien

Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Stand: 29. November 2021.



## Thema 6. Anleihen: die Rentenmarktrevolte

Auswirkungen auf Kapitalmärkte und Portfolios:

- „Balanced Bear“-Risiko – gemeint ist eine Situation, in der Aktien und Anleihen gemeinsam fallen – bleibt
- Hohe Laufzeit von Investment-Grade-Anleihen erhöht Zinsrisiken
- Unternehmensanleihen aus Schwellenländern könnten interessanter sein als Staatsanleihen

# 07



## Aktien: real-(istische) Renditen

Der Aktienausblick für 2022 ist nach wie vor positiv – angesichts der Aussicht auf ein anhaltend gutes Wirtschaftswachstum und die Wahrscheinlichkeit, dass die Notenbanken ihre Geldpolitik nur allmählich restriktiver gestalten werden (sodass die realen Renditen negativ bleiben). Die Schwierigkeiten in den Lieferketten dürften abnehmen und die meisten Unternehmen können die Inflation zumindest in gewissem Umfang weitergeben. Zudem entwickelt sich die Informationstechnologie immer weiter – die Digitalisierungsrevolution ist noch nicht vorüber.

Das schafft unserer Einschätzung nach in den meisten Märkten die Basis für **Gewinnwachstum im einstelligen Prozentbereich in den kommenden 12 Monaten** (Abbildung 10). Aus einer Reihe von Gründen dürfte das Wachstum bei Aktien allerdings 2022 nicht so stark sein wie 2021. Das Wirtschaftswachstum ist hoch, fällt aber in Richtung des Potenzialwachstums und es ist wohl davon auszugehen, dass die Bewertungen inzwischen den Höhepunkt überschritten haben. Das Margenwachstum dürfte von den aktuell hohen Niveaus ausgehend abnehmen und in den nächsten 12 Monaten dürften die Kurs-Gewinn-Verhältnisse auf Basis der künftigen Gewinne stabil bleiben (wenngleich im historischen Vergleich immer noch hoch) ausfallen.

Abbildung 10: Aktienindexprognosen für Ende Dezember 2022

Quelle: Deutsche Bank AG. Stand: 18. November 2021.

USA (S&P 500)	5.000
Deutschland (DAX)	17.000
Eurozone (Euro Stoxx 50)	4.600
Europa (Stoxx 600)	510
Japan (MSCI Japan)	1.350
Schweiz (SMI)	13.000
Vereinigtes Königreich (FTSE 100)	7.350
Schwellenländer (MSCI EM)	1.340
Asien ohne Japan (MSCI Asia ex Japan)	885
Australien (MSCI Australia)	1.500

Ein moderates Indexwachstum wird in den kommenden 12 Monaten jedoch unter Umständen wichtige Sektor- und Regions-Rotationen verbergen. Ein wichtiger Treiber wird (wie schon 2021) die Zinsdynamik sein, z. B. Substanz- vs. Wachstumswerte und in Bezug auf die Länder/Regionen Europa/Japan vs. USA. Ganz allgemein könnte eine Verlagerung von zyklischen Sektoren im ersten Halbjahr 2022 zu defensiven Sektoren im zweiten Halbjahr 2022 stattfinden. Steigende (wenn auch immer noch negative) reale Zinsen erhöhen unter Umständen das Potenzial von Bankaktien und zyklischen Titeln, gegenüber Aktien, die in hohem Maße von Annahmen über die erwarteten künftigen Gewinne abhängen. Hierzu zählen zum Beispiel klassische Infrastruktur- oder Informationstechnologietitel, sowohl von etablierten als auch jungen, noch nicht profitablen Technologieunternehmen. Solche Rotationen verlaufen womöglich nicht reibungslos – Spitzen bei den realen Zinsen könnten zu einem riskanten und instabilen Hin und Her zwischen Märkten und Sektoren führen.

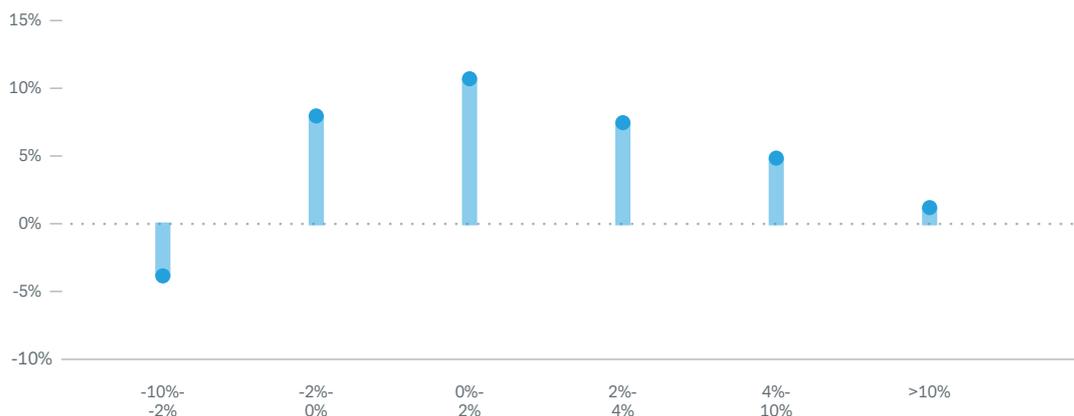
**Steigende Preise und Kosten** haben unterschiedliche Auswirkungen auf die einzelnen Sektoren. Steigende Löhne (als Folge von Arbeitskräftemangel in bestimmten Bereichen aufgrund von vorübergehenden Faktoren oder strukturellen Veränderungen) können skalierbaren Digitalplattformen zugutekommen – Dienstleistungen könnten hingegen darunter leiden.

Von hohen Energiepreisen dürfte der Sektor Öl und Gas profitieren, schaden aber im Allgemeinen dem Fertigungssektor. Über steigende Transportkosten freuen sich Reedereien und Logistikunternehmen; Unternehmen mit langen Lieferketten haben hingegen darunter zu leiden. Eine stärkere Preismacht kommt IT- und Premium-Marken zugute, belastet aber alte Konsumgütermarken. Abbildung 11 zeigt die historische durchschnittliche jährliche Kursentwicklung des S&P 500 bei unterschiedlichen Inflationsniveaus.

Abbildung 11: Durchschnittliche jährliche Kursentwicklung des S&P 500 bei unterschiedlicher Inflation

Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Stand: 9. November 2021.

X-Achse = Inflationsrate; Y-Achse = durchschnittliche jährliche Kursentwicklung des S&P 500



Aktienstrategien verändern sich im Lauf der Zeit und je nach Markt, aber eine grundlegende Strategie, die prinzipiell gut funktionieren sollte, ist ein **Hantelansatz** – mit „Wachstums“-/Technologieaktien auf der einen Seite und Substanzwerten/Banktiteln auf der anderen.

Was die geografische Ausrichtung betrifft, spricht trotz der Zinsbedenken nach wie vor viel für den **US-Markt** und die Sektoren zyklischer Konsumgüter, Finanzen und IT. Kleine und mittlere US-Unternehmen beurteilen wir positiv.

In **Europa** gibt es zahlreiche positive Signale. Bei den Bewertungskennzahlen liegen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse bereits wieder auf dem Vor-Krisen-Niveau, und in der Vergangenheit verzeichnete die Region in Phasen mit höheren Renditen in der Regel eine bessere Wertentwicklung. Der Lohnkostendruck scheint in den meisten Volkswirtschaften insgesamt unter Kontrolle zu sein. Sinnvoll sind unter Umständen selektive Investments in Wachstums-IT-Aktien, die von strukturellen Änderungstrends profitieren sollten. Grundstoffe und Industrie (zu denen auch einige zyklische Titel gehören, die von der Erholung profitieren). Kleine und mittlere Unternehmen erscheinen hier ebenfalls interessant.

In **Japan** könnten große Unternehmen interessant sein. Die Bewertungen sind gut, und es besteht die Hoffnung, dass das Wachstum der inländischen Wirtschaft anzieht, wenn die Corona-bedingten Schließungen aufgehoben werden. Die Finanzierung der Unternehmen ist solide, und die Dividenden sind auch während der Pandemie stabil geblieben. Dem stehen ein strukturell niedriges Ergebnis pro Aktie und geopolitische Risiken durch China gegenüber. Außerdem zögern Unternehmen, im Inland die Preise zu erhöhen. Dies alles könnte dazu führen, dass ausländische Investoren auf dem japanischen Markt vorsichtig sind.

**Schwellenländer**-Aktien haben sich 2021 im Vergleich zu Aktienmärkten der Industrieländer schlecht entwickelt; sie waren überschattet von China. Doch während die Bewertungen von chinesischen Aktien nach den jüngsten Kursrückgängen interessant erscheinen, ist mittelfristig dennoch Vorsicht geboten – dafür sprechen Regulierungsbedenken, ein nachlassendes chinesisches Wachstum, strengere Kreditkonditionen und die Probleme im Immobiliensektor.

Nach einem schwierigen ersten Quartal erwarten wir eine Verbesserung im weiteren Verlauf von 2022. Mit Blick in die Zukunft bevorzugen wir A-Aktien und Sektoren wie Solar, EV, Halbleiter und Industrieautomatisierung, die weniger von politischer Regulierung betroffen sein sollten. Aktien aus Lateinamerika dürften weiterhin belastet sein durch Fragen rund um die Themen Inflation, Fiskalpolitik und einen vollen politischen Kalender, insbesondere die Präsidentschaftswahl in Brasilien am 2. Oktober.

### Abbildung 12: Sektor- und regionale Präferenzen bei Aktien

Quelle: Deutsche Bank AG. Stand: 25. November 2021. Diese Präferenzen dürften sich im Lauf des Jahres 2022 ändern.

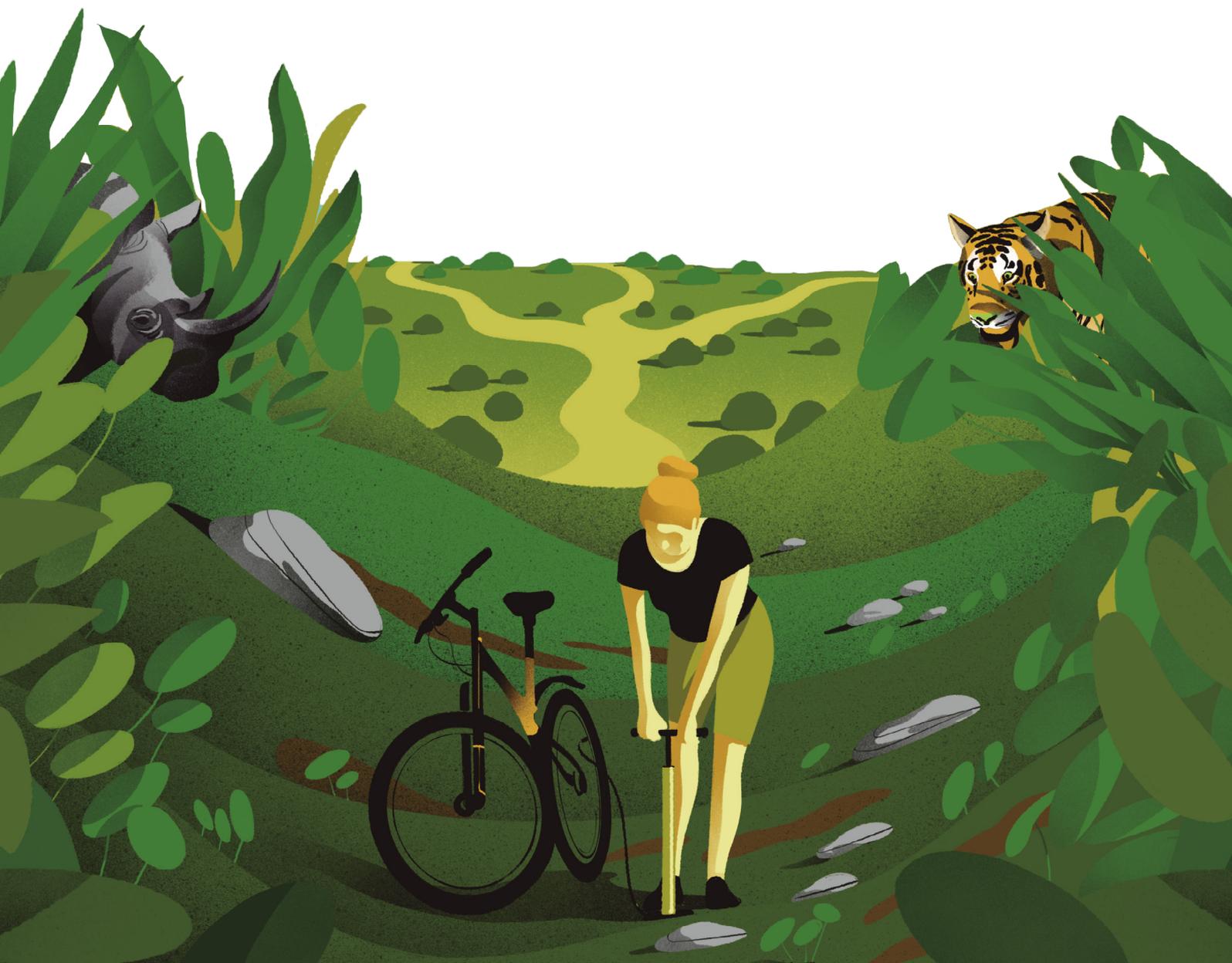


Im Allgemeinen dürften an den Aktienmärkten **Kurskorrekturen von kurzer Dauer sein** und "Bären" einen schweren Stand haben. Dennoch sollte man eine Reihe von potenziellen Risiken im Auge behalten, die zu Volatilitätsspitzen führen könnten. Zu den offensichtlichsten Beispielen zählen die Energieversorgung (insbesondere in Europa), ein von Chinas Immobiliensektor ausgehender Dominoeffekt, eine weitere Verschärfung der Corona-Pandemie und ein unerwartet schneller Anstieg der Zinsen. Platzen Blasen im Krypto-Bereich, massive Steuererhöhungen in den USA (unwahrscheinlich) und strengere Regulierungsvorschriften im Technologiesektor könnten ebenfalls Sorgen bereiten.

## Thema 7. Aktien: real-(istische) Renditen

Auswirkungen auf Kapitalmärkte und Portfolios:

- Ein Hantel-Ansatz könnte erfolgreich sein – z. B. „Wachstum“/ Tech vs. „Substanzwerte“/Banken
- Inflation hat je nach Aktiensektor unterschiedliche Auswirkungen
- Trendwenden an den Märkten dürften kurzlebig sein, aber einige zugrunde liegende Risiken bleiben bestehen



# 08



## Rohstoffe: grünes Wachstum

Bei den Rohstoffpreisen gab es 2021 im Zuge der Öffnungen nach den Corona-Einschränkungen und durch geopolitischen Druck große Bewegungen. Dabei standen die Öl- und Gaspreise im Fokus.

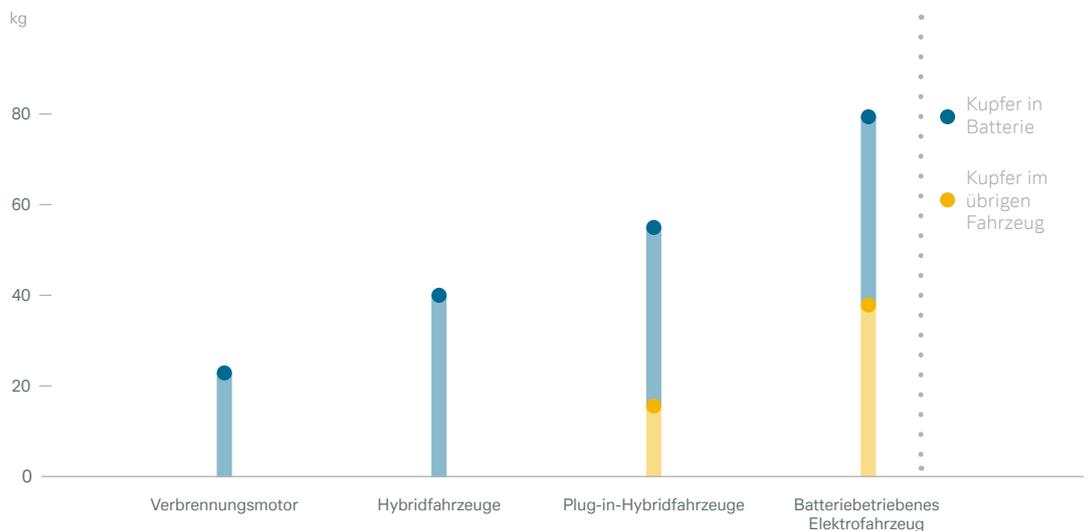
2022 könnte die Volatilität der Rohstoffpreise abnehmen, wenn der Druck durch Nach-Corona-Öffnungen nachlässt; der Preissteigerungsdruck dürfte aber anhalten. Man könnte über einen neuen Rohstoff-Superzyklus spekulieren.

Bei **Erdöl** dürften wir **eine begrenzte Produktionsausweitung der OPEC+ erleben**, insbesondere im zweiten Halbjahr 2022. Die amerikanischen Produzenten dürften diszipliniert bleiben – soll heißen, eine Rückkehr zu einer üppigen Angebotslage ist unwahrscheinlich. Da die Nachfrage nach Öl hoch bleiben dürfte, folgt daraus, dass die Ölpreise auf dem aktuellen Niveau bleiben dürften; wir prognostizieren einen WTI-Preis (12-Monats-Foward) von USD 70/Fass Ende Dezember 2022.

In einem breiteren Kontext dürfte eine Umverteilungspolitik die Nachfrage nach Rohstoffen allgemein ankurbeln. Hier lohnt es sich auch, das „**grüne Paradox**“ zu erwähnen – dahinter verbirgt sich die grüne Transformation. Vor allem westlicher Volkswirtschaften könnte die globale Nachfrage nach fossilen Energieträgern verringern. Das würde die Preise dämpfen und könnte die Förderländer zu höheren Produktionsquoten veranlassen sowie Schwellen- und Entwicklungsländer zu einem höheren Verbrauch von Öl und Gas. Statt den Klimawandel zu bremsen, könnte ihn eine strikere Umweltpolitik so nur noch beschleunigen (nach Hans-Werner Sinn, „Das grüne Paradoxon“ (2008)). ESG-Druck und die daraus resultierende Finanzdisziplin (d. h. Beschränkungen) bei Energieinvestitionen könnte ein dritter Treiber für Öl- und andere Rohstoffpreise sein. Ein sich entwickelnder globaler CO2-Markt dürfte zu einer Neubewertung von Projekten führen.

Abbildung 13: Kupfer-Einsatz in unterschiedlichen Fahrzeugtypen

Quelle: Copper Development Association, Deutsche Bank AG. Stand: 9. November 2021.



2022 könnte die Volatilität der Rohstoffpreise nachlassen, der Preissteigerungsdruck dürfte aber anhalten. Das "grüne Paradoxon" könnte anfangs auch die Nachfrage nach Energie und bestimmten Industrierohstoffen in die Höhe treiben.

Edelmetalle müssen jedoch anders gesehen werden. Gold ist in Phasen mit steigenden Zinsen traditionell Gegenwind ausgesetzt und hatte ein durchwachsendes Jahr 2021. (Bemerkenswert war, dass die höhere Inflation nicht zu höheren Goldpreisen geführt hat). Obwohl die Inflation nach wie vor hoch ist, dürfte 2022 kein gutes Jahr für Gold werden: Wir prognostizieren für Ende Dezember 2022 einen Preis von USD 1.750/Unze.

Abbildung 14: Rohstoffprognosen für Ende Dezember 2022

Quelle: Deutsche Bank AG. Stand: 18. November 2021.

Gold (USD/Unze)		1.750
Erdöl (WTI 12-Monats-Forward, USD/Fass)		70

## Thema 8. Rohstoffe: grünes Wachstum

Auswirkungen auf Kapitalmärkte und Portfolios:

- „Grünes Paradox“ könnte die Nachfrage nach Rohstoffen insgesamt erhöhen
- Das Ölangebot dürfte beschränkt bleiben, aber die Preise dürften dennoch nicht mehr viel weiter steigen
- Gold reagiert bislang nicht auf die anhaltende Inflationsangst

# 09



## Immobilien: reale Alternativen

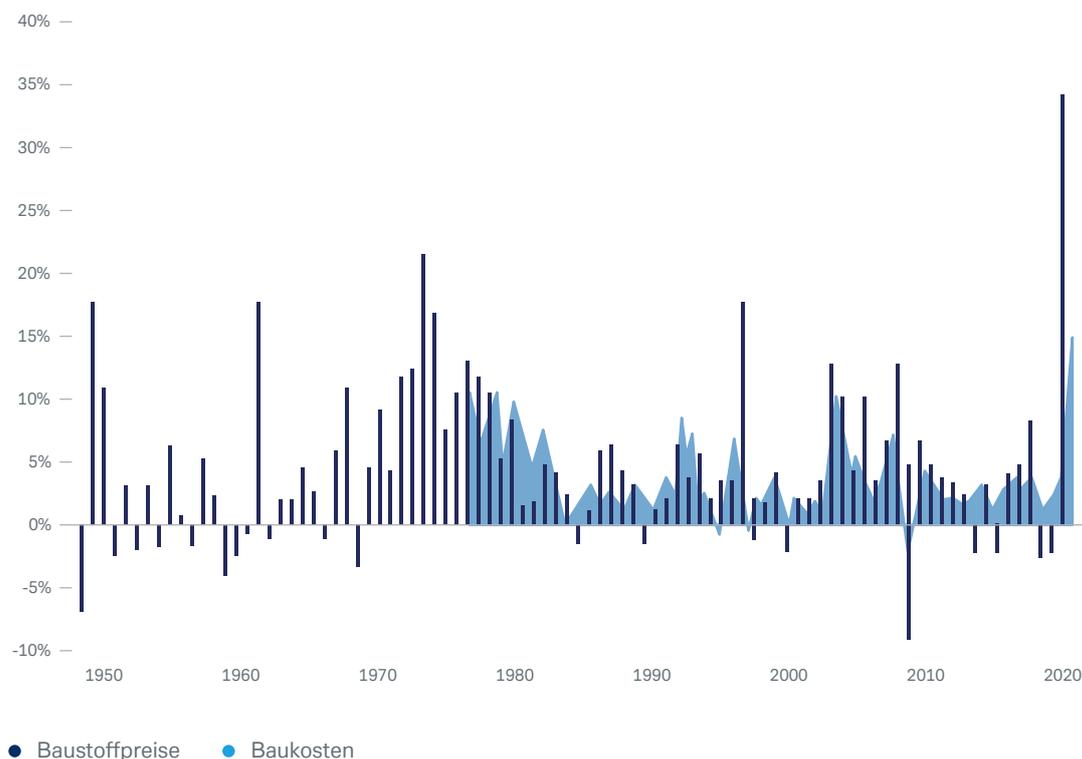
2021 war in vielen Märkten ein Boom-Jahr für Immobilien. Viele der fundamentalen Treiber, wie die hohe Nachfrage und niedrige Finanzierungskosten, bleiben bestehen. Die Kapitalisierungsraten oder „Cap Rates“ (das ist das Verhältnis des erzielbaren Einkommens einer Immobilie zu ihrem Kaufpreis) sind gering, aber die Zinsen sind noch niedriger. Allerdings gibt es je nach Region und Immobiliensektor große Unterschiede, zudem bestehen merkbare Risiken (z. B. Verschuldung, Bewertungen).

In den USA entwickeln sich in jüngster Zeit Logistik- und Wohnimmobilien am besten. Büroimmobilien haben sich aufgrund des Trends zum Arbeiten von zu Hause (work from home) langsamer erholt als in früheren Aufwärtsphasen, aber es gibt nicht viele Anzeichen für Zahlungsschwierigkeiten. Das Einzelhandelssegment kämpft hingegen nach wie vor mit erschwerten Bedingungen. Börsennotierte Immobilien (REITS) verzeichneten in den ersten drei Quartalen 2021 in den USA ein starkes Wachstum, bewegten sich in Europa ohne Großbritannien aber kaum vom Fleck.

### Abbildung 15: US-Baukosten steigen

Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Stand: September 2021.

Veränderung gegenüber Vorjahr



Die demografische Entwicklung und das Wachstum des Technologiesektors sind Treiber für strukturelle Änderungen der Nachfrage. Aber das Angebot unterliegt dem Wandel. Die Inflation bei Baustoffen (die in den USA gegenüber dem Vorjahr rund 30% teurer geworden sind) und anderen Kosten (z. B. Personal) könnte das Angebot bremsen (und damit die Preise treiben, wenn alles andere gleich bleibt).

## Thema 9. Immobilien: reale Alternativen

Auswirkungen auf Kapitalmärkte und Portfolios:

- Immobilien bieten Raum für weitere Zugewinne
- Sektor differenzierung ist extrem wichtig
- Material- und Personalkosten wirken sich in manchen Märkten auf das Angebot aus



# 10



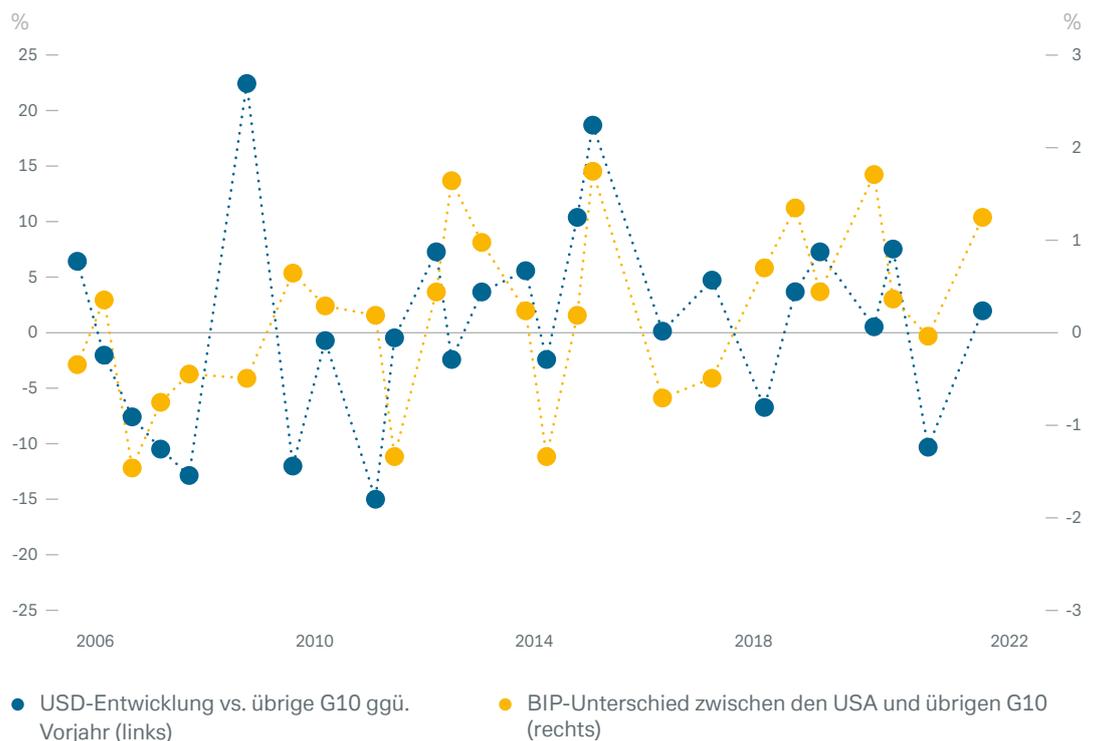
## Währungen: Makro ist ausschlaggebend

2021 haben wir bei großen Währungspaaren einen Wechsel der maßgeblichen Treiber erlebt: weg von der allgemeinen Risikoneigung der Investoren und hin zu Fundamentaldaten. Gegen Ende des Jahres haben die Sorgen im Hinblick auf die Inflation in den USA – und die möglichen Folgen, die sich ergeben, wenn die Fed deshalb früher die Zinsen erhöht – dazu beigetragen, dass der EUR/USD-Kurs gesunken ist und der DXY (der handelsgewichtete Dollar-Index) deutlich aufgewertet hat.

Was ist 2022 zu erwarten? Die relativen Zinsen sind nicht der einzige Faktor; auch andere Fundamentaldaten könnten gegen den USD sprechen. Der Wachstumsunterschied zwischen den USA und Europa könnte 2022 kleiner werden (wenngleich er absolut betrachtet auf einem hohen Niveau bleiben dürfte). Ein starkes globales Wachstum könnte zu einer Fokussierung der Investmentströme in die Länder mit dem größten Aufholpotenzial führen. Wenn es diesen Ländern gelingt, ihre Produktionslücken schneller zu schließen, werden die Zinsunterschiede kleiner werden. Viele Bewertungskennzahlen (z. B. der nominale effektive Wechselkurs NEER, der reale effektive Wechselkurs REER, OECD-Kaufkraftparität und Pro-Kopf-BIP bei Kaufkraftparität) deuten darauf hin, dass der USD überbewertet ist und die großen Long-Positionen der Investoren in USD könnten kleiner werden.

Abbildung 16: USD-Entwicklung und Wachstumsunterschiede USA/G10 ohne USA

Quelle: DWS, Deutsche Bank AG. Stand: 29. Oktober 2021.



Es wird einige Zeit dauern, bis sich alles auswirkt, und wir rechnen damit, dass die Stärke des USD in der ersten Jahreshälfte von 2022 anhält. Im weiteren Jahresverlauf rechnen wir jedoch mit einer Stärkung des EUR gegenüber dem USD auf 1,20 bis Ende Dezember 2022.

Unsere Währungsprognosen sind in Abbildung 17 zusammengefasst. Trotz einer Aufwertung des EUR gegenüber dem USD dürfte der JPY gegenüber dem USD im Allgemeinen auf dem Niveau von Ende 2021 stabil bleiben. Hohe Rohstoffpreise dürften den AUD, den NZD, den CAD und die NOK unterstützen, wenngleich diese Währungen den Großteil ihrer Aufwertung inzwischen hinter sich haben dürften.

In Europa, im Nahen Osten, in Afrika sowie in der Region Asien-Pazifik werden diese Informationen als Marketingunterlagen eingestuft, in den USA jedoch nicht. Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Der Wert einer Investition kann sowohl fallen als auch steigen, und Sie erhalten möglicherweise nicht jederzeit den ursprünglich investierten Betrag zurück. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im Dezember 2021 erstellt. 27

### Abbildung 17: Währungsprognosen für Ende Dezember 2022

Quelle: Deutsche Bank AG. Stand: 18. November 2021.

EUR vs. USD	1,20
USD vs. JPY	115
EUR vs. JPY	138
EUR vs. GBP	0,86
GBP vs. USD	1,40
USD vs. CNY	6,65

Die meisten Schwellenländerwährungen könnten 2022 eine leichte Abwertung erfahren, bei einigen wird diese Entwicklung aufgrund von länderspezifischen Ereignissen stärker ausfallen als bei anderen. 2021 profitierten viele Schwellenländerwährungen von hohen Rohstoffpreisen und Zinserhöhungen durch Zentralbanken (z. B. RUB, MXN und BRL). Jetzt, da in den USA eine geldpolitische Verknappung einsetzt, dürften diese Währungen in den kommenden 3-6 Monaten einen Teil ihres Vorteils verlieren. Weitere Zinserhöhungen durch einige Zentralbanken in Schwellenländern werden aber unterstützend wirken und die Auswirkungen der Wachstumsverlangsamung in China dürften ausgeglichen werden durch eine starke Leistungsbilanz, eine relativ niedrige Verbraucherpreisinflation in China und eine akkommodierende Geldpolitik der PBoC, die dazu beitragen dürfte, die leichte Abwertung des CNY zu bremsen. Darüber hinaus wird das Carry-Potenzial Schwellenländerwährungen im Allgemeinen weiterhin als Unterstützung dienen.

Die Fundamentaldaten werden 2022 für Devisen von großer Bedeutung sein, dabei werden aber die Zinsunterschiede nicht der einzige Faktor sein. Es ist damit zu rechnen, dass 2022 einige Fundamentaldaten den USD schwächen könnten.

### Thema 10. Währungen: Makro ist ausschlaggebend

Auswirkungen auf Kapitalmärkte und Portfolios:

- Einige Fundamentaldaten werden dem USD 2022 schaden
- Die CNY-Abwertung dürfte sich in Grenzen halten; eine lockere Geldpolitik der PBoC dürfte dazu beitragen
- Schwellenländerwährungen behalten trotz einer restriktiveren Fed-Politik ihren Reiz als Carry-Quelle

# Portfolios und Investment

## Strukturelle Überlegungen sind entscheidend

---

Dem Portfolioaufbau sollte in jedem Fall die Annahme zugrunde liegen, dass wir trotz einiger Zinserhöhungen nicht zu einer Vorkrisen-Situation zurückkehren.

Staatsanleihen aus Industrieländern sind nicht „risikolos“ und die meisten Unternehmensanleihen bieten ein geringes Potenzial.

Zudem bedeuten veränderte Korrelationen zwischen den Anlageklassen, dass traditionelle Portfolios (z. B. mit einer 60/40-Aufteilung zwischen Aktien und Anleihen) bei Marktrückschlägen keine ausreichende Diversifikation bieten.

Wer keinen ESG-Ansatz wählt, muss sich außerdem darüber im Klaren sein, dass Umweltschutzgesetze das Risiko von „Stranded Assets“ erhöhen; dahinter verbergen sich Sektoren, Firmen und Betriebe, deren Vermögenswerte aufgrund von operativen Beschränkungen oder einer Umstellung auf neuere, grünere Technologien massiv an Wert verlieren.

- 01 Strategien innerhalb der einzelnen Anlageklassen.** Auch innerhalb der einzelnen Anlageklassen gilt es sehr genau zu prüfen, welche Investments am vielversprechendsten sind. Bei Aktien bietet sich z. B. eine Hantel-Strategie an, die sowohl Wachstumsaktien mit interessantem Gewinnpotenzial als auch zyklische Unternehmen mit interessantem Gewinnerholungspotenzial und soliden Bilanzen vorsieht. Denkbar ist auch eine Konzentration auf Unternehmen mit einem höheren Preissetzungsspielraum (die also in der Lage sind, die Preise ihrer Produkte und Leistungen an die Inflation anzupassen).
- 02 ESG-Strategien.** Ein ESG Ansatz kann unterschiedliche Formen annehmen. Dies kann zu einem besseren Risiko/Rendite-Verhältnis führen (und eine Absicherung gegen Stranded Assets bieten) und ermöglicht gleichzeitig das Erreichen von Anlagezielen.
- 03 Alternative Investments.** Für einige Investoren, vor allem solche mit einem längeren Anlagehorizont, können alternative Investments wie Private Equity, Venture Capital oder Immobilien die Ertragschancen verbessern die dann auch weniger mit konventionellen Anlageklassen korrelieren. Zu beachten ist allerdings, dass solche Investitionen häufig illiquide und mit besonderen Risiken verbunden sind.
- 04 Weitere Risikokontrollen einbauen.** Multi-Asset-Portfolios können mit zusätzlichen Risiko-Overlays und anderen Ansätzen (z. B. Risk Return Engineering) kombiniert werden.

Ein einheitlicher und gut durchdachter Investmentansatz ist weiter zu empfehlen. Eine Komponente dieses Ansatzes könnten Investitionen in langfristige Themen.

# Zentrale langfristige Investmentthemen

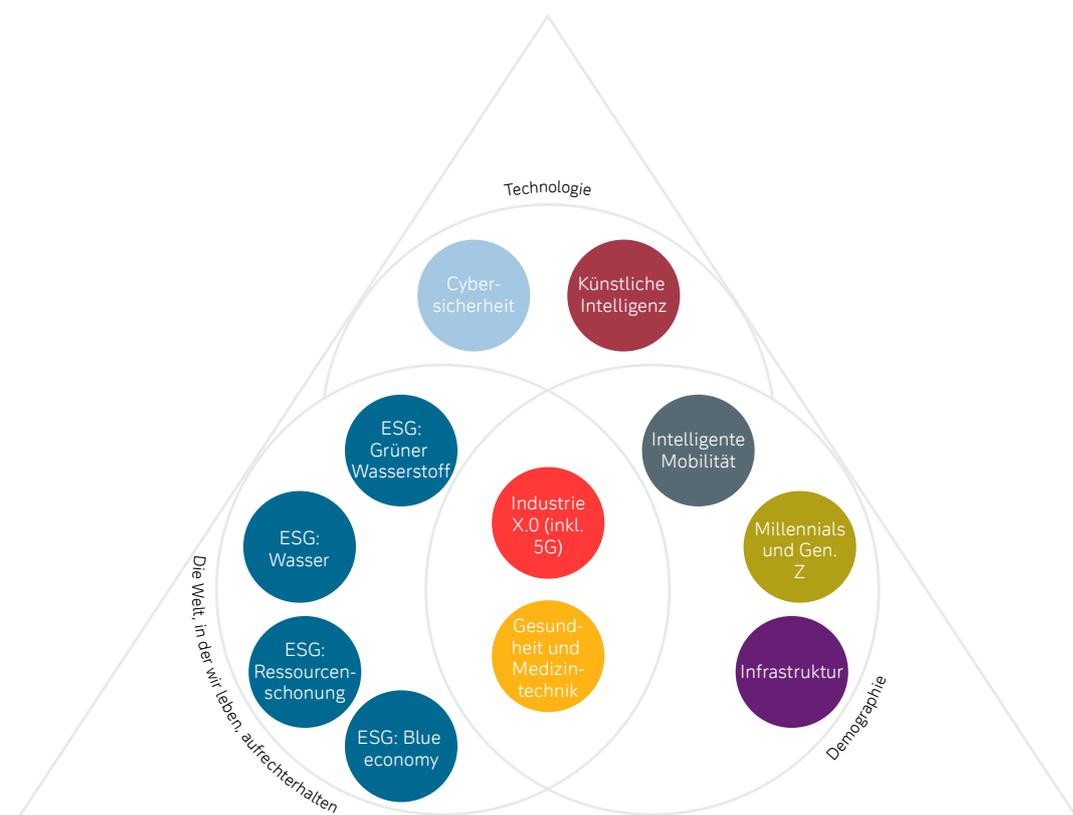
Das übergeordnete Portfoliomanagement lässt sich durch thematischen Anlageschwerpunkten ergänzen. Sie sind auf langfristige Relevanz ausgelegt und sollen auch weit über 2022 hinaus vielversprechende Investmentchancen aufzeigen.

Wir arbeiten seit über fünf Jahren an unseren zentralen Investmentthemen. Sie lassen sich über ein Dreieck visualisieren, das wir TEDS nennen: Technologie, Demografie und Nachhaltigkeit. (TEDS: Technology, Demographics, Sustaining the world we live in). Umwelt- und soziale Faktoren sowie Aspekte guter Unternehmensführung, sprich ESG-Aspekte, gewinnen bei der Geldanlage zunehmend an Bedeutung. Deshalb ist ESG ein Schwerpunktthemen, zu dem wir vier langfristig interessante Teilbereiche vorstellen.

In Wirklichkeit durchziehen ESG-Erwägungen natürlich alle im Folgenden aufgeführten Themen, auch solche mit einem klaren technologischen oder demografischen Schwerpunkt. Die Weltklimakonferenz in Glasgow (COP26) im vergangenen November hat gezeigt, wie ESG inzwischen die wirtschaftliche Realität prägt und bestimmt, wie wir leben und wie Unternehmen und Regierungen auf die ökologischen Herausforderungen unserer Zeit reagieren. Der unmittelbare Fokus mag auf dem "E" für Environment/Umwelt liegen, aber daraus ergeben sich auch grundlegende Veränderungen in den Bereichen "S" (Social) und "G" (Governance). Die ökologischen Erfordernisse sind mit gesellschaftlichen und Governance-bezogenen Erfordernissen verbunden, wenn sich Volkswirtschaften und Sektoren neu aufstellen, um auf die vielen Facetten der Veränderung zu reagieren.

Abbildung 18: Das sich entwickelnde TEDS-Dreieck

Quelle: Deutsche Bank AG. Stand: Dezember 2021.



## ESG

---

Zu den Sorgen um die Klimaerwärmung kommen Weitere um die biologische Vielfalt, die Biodiversität, hinzu. COP26 war nur ein Teil eines langen Prozesses. Fortschritte bei Klassifikationen und Standards sind wahrscheinlich und werden von den Investoren in zunehmendem Maße gefordert werden. „Greenwashing“-Befürchtungen tragen zu transparenten Investitionen und Performance-Prüfungen bei. Der Fokus könnte sich auf Ansätze mit einem positiven Beitrag und einer umfassenden Analyse der Auswirkungen verlagern. Das Bewusstsein für die Auswirkungen des grünen Wandels auf die steigende Inflation wächst. Der Trend zu Finanzinnovationen wird anhalten. 2021 wurden grüne Anleihen (Green Bonds) im Wert von USD 400-500 Mrd. ausgegeben – das ist nahezu das Doppelte des Emissionsvolumens von 2020.

## ESG-Teilbereiche

---

-  **ESG – Blue Economy**

Die zunehmende Schädigung der Ozeane durch Klimawandel und Umweltverschmutzung macht eine Konzentration auf mehr Nachhaltigkeit immer wichtiger. Die Vereinten Nationen haben die Sustainable Blue Finance Initiative und die Europäische Investitionsbank (EIB) hat die Blue Sustainable Ocean Strategy eingeführt. „Blue Economy“-Investitionsinitiativen umfassen Fonds und Anleihen für den Meeresschutz, aber es werden kontinuierlich bessere Anlagekriterien, Klassifikationen und Stakeholder-Netzwerke gefordert. Public-Private-Partnerships könnten für Projekte mit schwankenden Renditen wichtig sein.
-  **ESG – Wasserstoff**

Umweltbedenken und -verpflichtungen sorgen dafür, dass die Entwicklung von Wasserstoffquellen im Fokus bleibt. „Grüner“ Wasserstoff (d.h. Wasserstoff, der anhand von alternativ erzeugter Energie erstellt wird) bleibt eine Möglichkeit der Dekarbonisierung für Teile der Wirtschaft, die mit einer Elektrifizierung allein nicht erreicht werden können (z. B. Chemie und Stahlproduktion), aber dies bleibt eine langfristige Hoffnung/Lösung. Wirtschaftlich tragfähig dürfte sie auf Jahre hinaus noch nicht sein, wenngleich die Kosten für Elektrolyseure und erneuerbare Energiequellen für die Herstellung von Wasserstoff sinken. Auf kurze Sicht dürfte der Erfolg trotz nationaler strategischer Zusagen unsicher bleiben.
-  **ESG – Ressourcenschonung**

Die Pandemie hat das weltweite Abfallaufkommen erhöht, nicht nur durch entsorgte medizinische Geräte und Produkte. Auch das Verpackungsaufkommen hat zugenommen, während Recyclingwerke in Schwellenländern den Betrieb eingestellt haben. Der Klimawandel und das globale Abfallproblem hängen zusammen, dessen sich Regierungen, Unternehmen und Privatpersonen zunehmend bewusst werden. Die staatlichen Bemühungen müssen sich stärker auf echte Lösungen und weniger auf medienwirksame Provisorien konzentrieren. Die Politik in den Industrieländern muss deutlich besser werden (z. B. mit einem EU-Ansatz für Restmüll), und es braucht große Investitionen in Technologie – mit entsprechenden Auswirkungen für Investoren.



## ESG – Wasser

Anhaltendes Bevölkerungswachstum, Urbanisierung und höhere Lebensstandards in Schwellenländern steigern die Nachfrage und die Chancen im gesamten Wassersektor (Recycling, Entsalzung, Industrie, Landwirtschaft usw.), häufig über Public-Private-Partnerships. In den Infrastrukturplänen der USA sind USD 55 Mrd. für Wasserinvestitionen vorgesehen, und die Wasserpläne der EU-Länder werden durch den Aufbaufonds Next Generation EU unterstützt. Die Aussicht auf steigende Zinsen könnte defensive Sektoren (wie Versorger) belasten und fiskalischer Druck könnte die Auszahlung von öffentlichen Mitteln für die Wasserinfrastruktur bremsen.



## Künstliche Intelligenz (KI)

KI dürfte weiter an Bedeutung gewinnen. Das Thema hat bewiesen, dass es sich an veränderte gesellschaftliche Anforderungen anpassen kann, und die Technologie bildet die Grundlage für weitere Technologien (z. B. in der digitalen Wirtschaft). Die Bedenken richten sich darauf, was passiert, wenn KI „erfolgreich“ ist, nicht wenn es „scheitert“ (z. B. Beschäftigungsfolgen, Massenüberwachung). KI bietet Schwellenländern die Chance, in bestimmten Bereichen an den Industrieländern vorbeizuziehen. In der unmittelbaren Zukunft könnte die KI-Entwicklung durch den anhaltenden Mangel an Halbleitern/Chips behindert werden, aber die Beschleunigung der KI im Gesundheitssektor dürfte anhalten. Machine Learning (ML) dürfte weiterhin der größte Bereich für KI-Finanzierungen sein.



## Cybersicherheit

Anhaltender Bedarf an besserer Cybersicherheit, z. B. um kritische Infrastruktur, immer höher entwickelte vernetzte Mobilitätssysteme und stärker digitalisierte Gesundheitssysteme zu schützen. Unter anderem ein wachsender Retail-E-Commerce-Sektor dürfte mehr Sicherheit erfordern, und es besteht ein wachsendes Interesse an einer Verbesserung von Sicherheitssystemen auf Basis von künstlicher Intelligenz. Die verstärkte Arbeit im Home-Office ist mit höheren Risiken verbunden. Umfragen zeigen: Datenverstöße haben einen neuen Höchststand erreicht, wobei der Gesundheitssektor besonders stark betroffen ist.



## Gesundheit und Medizintechnik

Alternde Bevölkerung, eine Zunahme von Infektionen und chronischen Erkrankungen und die Corona-Pandemie halten den Gesundheitssektor und Systeme zur Verhinderung von Erkrankungen unter Druck. Medizinische Geräte werden zunehmend für Diagnose und Behandlung zu Hause eingesetzt, und das Wachstum in diesem Bereich dürfte anhalten. Digitalisierung, Roboter und Remote-Technologien eröffnen zusätzliche Möglichkeiten für die Bereitstellung von Gesundheitsdienstleistungen. Covid-19-bedingte Angebotsengpässe könnten kurzfristig allerdings weiter zu Störungen führen.

-  **Industrie X.0 (einschließlich 5G)**

Weitere Fortschritte in Bereichen wie künstliche Intelligenz (KI), 3D-Druck und Robotik bringen uns auf dem Weg zu Industrie X.0 weiter nach vorn. Die Einführung von 5G wird die Konnektivität von Mobilfunkgeräten weiter verbessern, flexible Fertigungsprozesse über mehrere Standorte hinweg in Aussicht stellen und zu weiteren Anwendungen führen. Der Druck in den Lieferketten (insbesondere bei Halbleitern) dürfte im zweiten Halbjahr 2022 merklich nachlassen, aber andere Gründe für eine industrielle Restrukturierung werden weiterhin Gültigkeit haben, wenn die Unternehmen mit Digitalisierung und Automatisierung auf die starke Erholung der Nachfrage reagieren.
-  **Infrastruktur**

Die Infrastruktur wird zunehmend als das verbindende Element zwischen unterschiedlichen Problemen erkannt; die traditionelle Infrastruktur muss modernisiert und moderne Systeme müssen aktualisiert werden (z. B. über Rechenzentren, Glasfasernetze, Funkmasten, intelligente Stromnetze). Ein Großteil der Ausgaben während der Erholung konzentrierte sich auf physische, digitale und grüne Infrastruktur – in der Hoffnung, dies könne auch gegen den Klimawandel und andere Probleme helfen. Public-Private-Partnerships dürften bei großen Projekten in der EU und in den USA im Fokus stehen.
-  **Millennials und Generation Z**

Millennials und die Generation Z bleiben wichtig in Bezug auf Bevölkerung und politischen Einfluss; trotzdem dürften Strategien, die sich auf das Konsumverhalten der Millennials konzentrieren (z. B. Technologie, Entertainment) langfristig profitieren. Allerdings bleiben viele für Millennials relevante Aktien anfällig für Zinserhöhungen. Darüber hinaus drohen bei großen Technologiekonzernen strengere Regulierungsvorschriften, weil Sorgen im Hinblick auf marktbeherrschende Stellungen bestehen. Engpässe in den öffentlichen Haushalten könnten für die Millennials zu höheren Steuern und anderen Zahlungen führen, was ihre Ausgaben verringern würde.
-  **Intelligente Mobilität**

Das Interesse an Intelligente Mobilität und Technologiebereichen wie 5G, KI und Cybersicherheit wächst. Klimabedenken treiben die Elektrifizierung des Automobilsektors weiter voran, aber bei Entwicklung und Regulierung bleiben Risiken. Die Ladeinfrastruktur ist sowohl eine Chance als auch ein Risiko. Höhere Ölpreise und niedrigere Batteriepreise fördern die Verbreitung von Elektroautos (hier sind aber auch steigende Strompreise zu berücksichtigen). Bei Konnektivität (5G), autonomem Fahren (KI) und geteilte Mobilität sind weitere Fortschritte zu erwarten. Der Sektor ist nicht immun gegen Schwierigkeiten in den globalen Lieferketten (z. B. bei Halbleitern).

# Glossar

Chinesische **A-Aktien** sind Aktien von Unternehmen aus Festlandchina, die nur einen begrenzten Zugang für ausländische Investoren bieten.

Die **Bank of England (BoE)** ist die Zentralbank Großbritanniens.

Die **Bank of Japan (BoJ)** ist die Zentralbank Japans.

**Beta** misst die Volatilität eines einzelnen Wertpapiers oder Sektors gegenüber dem Gesamtmarkt. Ein geringeres Beta bedeutet eine geringere Volatilität.

**COP26** war die 26. Weltklimakonferenz der Vereinten Nationen, die Ende 2021 in Glasgow stattfand.

**ESG-Investitionen** verfolgen ökologische, soziale und Corporate-Governance-bezogene Zielsetzungen.

Die **Europäische Zentralbank (EZB)** ist die Zentralbank der Eurozone.

Der **EuroStoxx 50** Index besteht aus einer Auswahl führender Aktien in der Eurozone; der **Stoxx Europe 600** umfasst 600 Aktien aus 18 EU-Ländern.

Die **Federal Reserve (Fed)** ist die Zentralbank der USA. Der **Offenmarktausschuss (FOMC)** ist ein Ausschuss der US-Notenbank.

Der Ausdruck **High Yield (HY)** bezeichnet Unternehmensanleihen mit einer höheren Rendite und einer niedrigeren Bonität als Investment-Grade-Unternehmensanleihen, Treasury-Staatsanleihen und Kommunalanleihen.

Der Ausdruck **Investment Grade (IG)** bezeichnet Unternehmensanleihen mit hoher Bonität.

**JACI Investment Grade Blended Spread** ist der von JP Morgan berechnete Renditeabstand eines Index von marktkapitalisierungsgewichteten asiatischen Investment Grade-Anleihen in USD zu entsprechenden US-Staatsanleihen.

**Kaufkraftparität (KKP)** bezieht sich auf den theoretischen Wechselkurs, bei dem sich ein identischer Warenkorb in zwei Ländern zu den gleichen Kosten kaufen lässt.

Das **Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)** setzt den Aktienkurs ins Verhältnis zum Gewinn je Aktie.

**Nominale effektive Wechselkurse (NEER)** sind durchschnittliche, nach Handelswerten gewichtete Wechselkurse; **reale effektive Wechselkurse (REER)** sind darüber hinaus inflationsbereinigt.

**NextGenerationEU (NGEU)** ist ein großes Konjunkturpaket der EU auf der Basis von Subventionen und Hilfgeldern, das von 2021 bis 2023 läuft.

Die **Organization of Petroleum Exporting Countries (OPEC)** oder **Organisation Erdöl exportierender Länder** ist eine internationale Organisation mit dem Mandat, die Ölpreispolitik der zwölf Mitgliedsstaaten zu „koordinieren und zu vereinheitlichen“. Die sogenannte „**OPEC+**“ umfasst auch Russland und andere Produzenten.

Die **People's Bank of China (PBoC)** ist die Zentralbank der Volksrepublik China.

**Stranded assets** („gestrandete Vermögenswerte“) sind Vermögenswerte, deren Ertragskraft oder Marktwert unerwartet drastisch sinkt, bis hin zu ihrer weitgehenden oder vollständigen Wertlosigkeit.

Beim Prozess der **strategischen Asset-Allokation (SAA)** werden mittel- bis langfristige Allokationsvorgaben für Anlageklassen festgelegt.

# Glossar

**Tapering** bezieht sich im finanziellen Kontext auf die allmähliche Reduzierung der Anleihekäufe von Zentralbanken.

**Treasuries** sind Anleihen, die von der US-Regierung ausgegeben werden.

**Volatilität** bezeichnet das Schwankungsmaß einer Reihe von Handelspreisen über einen bestimmten Zeitraum.

**West Texas Intermediate (WTI)** ist eine Rohölsorte, die als Benchmark für Erdölpreise dient.

## Wichtige Hinweise

### Allgemeines

Dieses Dokument darf nicht in Kanada oder Japan verteilt werden. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Handels- oder Geschäftskunden.

Dieses Dokument wird über die Deutsche Bank AG, ihre Zweigstellen (wie in den jeweiligen Rechtsgebieten zulässig), verbundene Unternehmen und leitende Angestellte und Mitarbeiter (gemeinsam „Deutsche Bank“) in gutem Glauben vorgelegt. Dieses Material dient ausschließlich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Empfehlung oder Angebotseinholung zum Kauf oder Verkauf von Geldanlagen, Wertpapieren, Finanzinstrumenten oder anderen Produkten, zum Abschluss einer Transaktion oder zur Bereitstellung einer Investmentdienstleistung oder Anlageberatung oder zur Erteilung von Ratschlägen zu Recherche, Anlagerecherche oder Anlageempfehlungen in einem beliebigen Rechtsgebiet dar. Der gesamte Inhalt dieser Mitteilung ist vollumfänglich zu prüfen.

Erklärt ein zuständiges Gericht eine Bestimmung dieses Haftungsausschlusses für nicht vollstreckbar, so bleiben die übrigen Bestimmungen hiervon unberührt. Dieses Dokument wurde als allgemeiner Marktkommentar erstellt; Anlagebedürfnisse, Zielsetzungen oder finanzielle Umstände einzelner Anleger wurden nicht berücksichtigt. Geldanlagen unterliegen allgemeinen Marktrisiken, die sich aus dem jeweiligen Instrument ableiten lassen oder konkret mit dem Instrument oder dem entsprechenden Ausgeber zusammenhängen. Falls solche Risiken eintreten, können Anlegern Verluste entstehen, einschließlich (ohne Beschränkung) des Gesamtverlusts des investierten Kapitals. Der Wert von Geldanlagen kann sowohl fallen als auch steigen, und Sie erhalten nicht zwangsläufig zu jedem Zeitpunkt den ursprünglich angelegten Betrag zurück. In diesem Dokument werden nicht alle Risiken (direkt oder indirekt) und sonstigen Überlegungen ausgeführt, die für einen Anleger bei der Geldanlageentscheidung wesentlich sein können.

Dieses Dokument und alle darin enthaltenen Informationen werden in der vorliegenden Form, soweit verfügbar, bereitgestellt, und die Deutsche Bank gibt keine Zusicherung oder Gewährleistung, sei es ausdrücklicher, stillschweigender oder gesetzlicher Art, in Bezug auf in diesem Dokument enthaltene oder damit in Zusammenhang stehende Aussagen oder Informationen ab. Alle Ansichten, Marktpreise, Schätzungen, zukunftsgerichteten Aussagen, hypothetischen Aussagen oder sonstigen Meinungen, die zu den hierin enthaltenen finanziellen Schlussfolgerungen führen, stellen die subjektive Einschätzung der Deutschen Bank am Tag der Erstellung dieses Berichts dar. Die Deutsche Bank übernimmt ohne Einschränkung keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Angemessenheit, Vollständigkeit, Zuverlässigkeit, Rechtzeitigkeit oder Verfügbarkeit dieser Mitteilung oder der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und schließt ausdrücklich jede Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesem Dokument aus. Zukunftsgerichtete Aussagen umfassen wesentliche Elemente von subjektiven Einschätzungen und Analysen, und die Änderungen derselben und/oder die Berücksichtigung anderer oder weiterer Faktoren können sich erheblich auf die angegebenen Ergebnisse auswirken. Daher können tatsächliche Ergebnisse unter Umständen erheblich von den hierin prognostizierten Ergebnissen abweichen.

Die Deutsche Bank übernimmt keine Verpflichtung zur Aktualisierung der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder zur Inkenntnissetzung der Anleger über verfügbare aktualisierte Informationen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können ohne Ankündigung und auf der Grundlage einer Reihe von Annahmen, die sich als nicht zutreffend erweisen, geändert werden und können von den Schlussfolgerungen abweichen, die andere Abteilungen innerhalb der Deutschen Bank gezogen haben. Wenngleich die in diesem Dokument enthaltenen Informationen von der Deutschen Bank sorgfältig zusammengestellt wurden und von Quellen stammen, die die Deutsche Bank als vertrauenswürdig und zuverlässig einstuft, kann und wird die Deutsche Bank keine Garantie bezüglich der Vollständigkeit, Angemessenheit oder Genauigkeit der Informationen abgeben, und Anleger sollten sich darauf auch nicht verlassen. Der Einfachheit halber kann dieses Dokument Verweise zu Websites und anderen externen Quellen enthalten. Die Deutsche Bank übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, und deren Inhalte sind kein Bestandteil dieses Dokuments. Der Zugriff auf solche externen Quellen erfolgt auf Ihr eigenes Risiko.

Vor der Anlageentscheidung müssen Anleger mit oder ohne Unterstützung eines Anlageberaters entscheiden, ob die von der Deutschen Bank beschriebenen oder bereitgestellten Geldanlagen oder Strategien in Bezug auf ihre persönlichen Anlagebedürfnisse, Zielsetzungen, finanziellen Umstände und Instrumente geeignet sind. Potenzielle Anleger sollten sich bei der Entscheidung für eine Geldanlage nicht auf dieses Dokument, sondern vielmehr auf den Inhalt der endgültigen Angebotsunterlagen in Bezug auf die Geldanlage verlassen.

Als globaler Finanzdienstleister unterliegt die Deutsche Bank von Zeit zu Zeit tatsächlichen und potenziellen Interessenkonflikten. Die Deutsche Bank unternimmt grundsätzlich alle geeigneten Schritte, um effektive organisatorische und administrative Vorkehrungen zu treffen und beizubehalten, die der Erkennung und Beilegung solcher Konflikte dienen. Die Geschäftsführung der Deutschen Bank ist dafür verantwortlich sicherzustellen, dass die Systeme, Kontrollen und Verfahrensweisen der Deutschen Bank dazu geeignet sind, Interessenkonflikte zu erkennen und beizulegen.

Die Deutsche Bank gibt keine Steuer- oder Rechtsberatung, auch nicht in diesem Dokument, und der Inhalt dieses Dokuments ist nicht als Anlageberatung durch die Deutsche Bank zu verstehen. Anleger sollten sich von ihren eigenen Steuerberatern, Rechtsanwälten und Anlageberatern in Bezug auf die von der Deutschen Bank beschriebenen Geldanlagen und Strategien beraten lassen. Geldanlageinstrumente sind nicht durch eine Regierungsbehörde versichert, unterliegen keinen Einlagenschutzplänen und sind nicht garantiert, auch nicht durch die Deutsche Bank, es sei denn, es werden für einen Einzelfall anderslautende Angaben gemacht.

## Wichtige Hinweise

Dieses Dokument darf ohne ausdrückliche schriftliche Genehmigung der Deutschen Bank nicht vervielfältigt oder in Umlauf gebracht werden. Die Deutsche Bank verbietet ausdrücklich die Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. Die Deutsche Bank übernimmt keinerlei Haftung in Bezug auf die Nutzung oder Verteilung dieses Materials oder auf durch den Anleger (zukünftig) ausgeführte Handlungen oder getroffene Entscheidungen im Zusammenhang mit in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen.

Die Art der Verbreitung und Verteilung dieses Dokuments kann durch ein Gesetz oder eine Vorschrift in bestimmten Ländern, einschließlich, ohne Beschränkung, den USA, eingeschränkt werden. Dieses Dokument dient nicht der Verteilung an oder der Nutzung durch Personen oder Unternehmen mit Wohn- oder Standort in einem Ort, Bundesstaat, Land oder Rechtsgebiet, in dem die Verteilung, Veröffentlichung, Verfügbarkeit oder Nutzung gegen ein Gesetz oder eine Vorschrift verstoßen würde oder in dem die Deutsche Bank Registrierungs- oder Lizenzierungsanforderungen erfüllen müsste, die derzeit nicht erfüllt werden. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sind aufgefordert, sich selbst über solche Einschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse; der Inhalt dieses Dokuments stellt keine Zusicherung, Gewährleistung oder Prognose in Bezug auf zukünftige Ergebnisse dar. Weitere Informationen stehen auf Anfrage des Anlegers zur Verfügung.

### **Bahrain**

Für Einwohner Bahains: Dieses Dokument ist kein Angebot zum Kauf von oder zur Beteiligung an Wertpapieren, Derivaten oder Fonds, die in Bahrain, im Rahmen der Auslegung der Monetary Agency Regulations von Bahrain vermarktet werden. Alle Geldanlageanträge sind von außerhalb Bahains zu stellen, und alle Zuteilungen haben außerhalb von Bahrain zu erfolgen. Dieses Dokument wurde zu privaten Informationszwecken für Anleger erstellt, bei denen es sich um Institutionen handelt. Es stellt keine Einladung an die Öffentlichkeit des Königreichs Bahrain dar und wird auch nicht für die Öffentlichkeit ausgegeben, an diese weitergegeben oder dieser zur Verfügung gestellt. Die Central Bank (CBB) hat dieses Dokument oder die Vermarktung solcher Wertpapiere, Derivate oder Fonds im Königreich Bahrain nicht geprüft oder genehmigt. Demzufolge dürfen die Wertpapiere, Derivate oder Fonds nach dem Gesetz Bahains nicht in Bahrain oder den Einwohnern Bahains angeboten oder verkauft werden. Die CBB ist nicht verantwortlich für die Entwicklung der Wertpapiere, Derivate oder Fonds.

### **Kuwait**

Dieses Dokument wurde Ihnen auf Ihre Anfrage hin übersandt. Diese Präsentation dient nicht der allgemeinen Verteilung an die Öffentlichkeit von Kuwait. Die Wertpapiere wurden nicht von der Capital Markets Authority in Kuwait und auch von keiner anderen zuständigen Regierungsbehörde in Kuwait zum Angebot in Kuwait freigegeben. Das Angebot der Wertpapiere in Kuwait auf der Grundlage einer Privatplatzierung oder einer Börsennotierung ist daher in Übereinstimmung mit dem Decree Law No. 31 von 1990 und den Implementierungsvorschriften (in der jeweils gültigen Form) und Law No. 7 von 2010 und den dazugehörigen Statuten (in der jeweils gültigen Form) nicht zulässig. Es erfolgt keine Privatplatzierung und keine Börsennotierung der Wertpapiere in Kuwait, und es wird keine Vereinbarung bezüglich des Verkaufs der Wertpapiere in Kuwait geschlossen. Es werden keine Marketing-, Werbe- oder Anreizaktivitäten zum Angebot oder zur Vermarktung der Wertpapiere in Kuwait unternommen.

### **Vereinigte Arabische Emirate**

Die Deutsche Bank AG im Dubai International Financial Centre (Registernummer 00045) wird von der Dubai Financial Services Authority reguliert. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle DIFC, ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende DFSA-Lizenz fallen. Hauptsitz im DIFC: Dubai International Financial Centre, The Gate Village, Building 5, PO Box 504902, Dubai, V.A.E. Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG bereitgestellt. Damit verbundene Finanzprodukte oder -dienstleistungen stehen ausschließlich professionellen Kunden gemäß der Definition der Dubai Financial Services Authority zur Verfügung.

### **Katar**

Die Deutsche Bank AG im Qatar Financial Centre (Registernummer 00032) wird von der Qatar Financial Centre Regulatory Authority reguliert. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle QFC, ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende QFCRA-Lizenz fallen. Hauptsitz im QFC: Qatar Financial Centre, Tower, West Bay, Level 5, PO Box 14928, Doha, Katar. Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG bereitgestellt. Damit verbundene Finanzprodukte oder -dienstleistungen stehen ausschließlich Geschäftskunden gemäß der Definition der Qatar Financial Centre Regulatory Authority zur Verfügung.

### **Belgien**

Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG in Belgien über die Zweigstelle Brüssel bereitgestellt. Die Deutsche Bank AG ist eine Aktiengesellschaft, die nach deutschem Recht gegründet wurde und berechtigt ist, das Bankgeschäft zu betreiben und Finanzdienstleistungen anzubieten, und die der Aufsicht und Kontrolle der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle Brüssel, hat ihren Sitz in Marnixlaan 13-15, B-1000 Brüssel, unter der Umsatzsteueridentifikationsnummer BE 0418.371.094. Weitere Angaben sind auf Anfrage erhältlich oder können auf [www.deutschebank.be](http://www.deutschebank.be) nachgelesen werden.

### **Saudi-Arabien**

Die Deutsche Securities Saudi Arabia Company (Registernummer 07073-37) wird von der Capital Market Authority reguliert. Deutsche Securities Saudi Arabia ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende CMA-Lizenz fallen. Hauptsitz in Saudi-Arabien: King Fahad Road, Al Olaya District, P.O. Box 301809, Faisaliah Tower, 17th Floor, 11372 Riyadh, Saudi-Arabien.

## Wichtige Hinweise

### Vereinigtes Königreich

Im Vereinigten Königreich (UK) gilt diese Publikation als Finanzwerbung und wird von DB UK Bank Limited im Namen aller Unternehmen, die als Deutsche Bank Wealth Management im UK agieren, genehmigt. Deutsche Bank Wealth Management ist ein Handelsname von DB UK Bank Limited. Handelsrechtlich eingetragen in England und Wales (Nr. 00315841). Eingetragener Sitz: 23 Great Winchester Street, London EC2P 2AX. DB UK Bank Limited wird von der Prudential Financial Conduct Authority zugelassen und beaufsichtigt, und die entsprechende Registrierungsnummer lautet 140848. Die Deutsche Bank behält sich das Recht vor, diese Veröffentlichung über eine ihrer britischen Niederlassungen zu verteilen, und in einem solchen Fall gilt diese Publikation als Finanzwerbung und wird von der Niederlassung dort genehmigt, wo sie von der zuständigen britischen Regulierungsstelle zugelassen wird (wenn die entsprechende Niederlassung hierzu nicht berechtigt ist, wird diese Veröffentlichung von einem anderen britischen Mitglied der Deutsche Bank Wealth Management Group genehmigt, das über die entsprechende Erlaubnis verfügt).

### Hongkong

Dieses Dokument und sein Inhalt dienen ausschließlich Informationszwecken. Der Inhalt dieses Dokuments ist nicht als Angebot einer Geldanlage oder als Einladung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf einer Geldanlage zu betrachten und ist auch nicht als Angebot, Einladung oder Empfehlung auszulegen.

In dem Umfang, in dem dieses Dokument Bezug auf konkrete Anlagemöglichkeiten nimmt, wurde sein Inhalt nicht geprüft. Der Inhalt dieses Dokuments wurde von keiner Regulierungsbehörde in Hongkong geprüft. Wir empfehlen Ihnen, in Bezug auf die hierin erwähnten Geldanlagen Vorsicht walten zu lassen. Falls Sie Zweifel bezüglich des Inhalts dieses Dokuments haben, sollten Sie unabhängigen Rat einholen. Dieses Dokument wurde von der Securities and Futures Commission in Hongkong nicht genehmigt, und es wurde auch keine Kopie dieses Dokuments beim Companies Registry in Hongkong registriert; demzufolge (a) dürfen die Geldanlagen (mit Ausnahme der Geldanlagen, bei denen es sich um „strukturierte Produkte“ gemäß Definition in der Verordnung über Wertpapiere und Termingeschäfte (Kapitel 571 des Gesetzes von Hongkong) („Securities and Futures Ordinance – SFO“) handelt) nicht durch dieses Dokument oder ein anderes Dokument angeboten oder verkauft werden, es sei denn, dies geschieht an „professionelle Anleger“ im Rahmen der Bedeutung dieses Begriffs in der SFO und der darunter erlassenen Regeln oder unter anderen Umständen, die das Dokument nicht zu einem „Prospekt“ gemäß der Definition des Begriffs in der Verordnung über Unternehmen (Auflösung und Sonstige Bestimmungen) (Kap. 32 der Gesetze von Hongkong) („Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance – CO“) machen, oder wenn es sich nicht um ein öffentliches Angebot gemäß CO handelt und (b) darf keine Person in Hongkong oder anderswo eine Anzeige, eine Einladung oder ein Dokument ausgeben oder zur Ausgabe besitzen, das sich auf die Geldanlagen bezieht und sich an die Öffentlichkeit Hongkongs richtet oder deren Inhalt wahrscheinlich der Öffentlichkeit Hongkongs zugänglich gemacht wird (es sei denn, dies ist im Rahmen der Wertpapiergesetze Hongkongs zulässig), es sei denn, es geht um die Geldanlagen, die ausschließlich an Personen außerhalb von Hongkong oder ausschließlich an „professionelle Anleger“ im Rahmen der Bedeutung des Begriffs gemäß SFO und den darunter erlassenen Regeln verkauft werden.

### Singapur

Der Inhalt dieses Dokuments wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore („MAS“) geprüft. Die hierin erwähnten Geldanlagen dürfen der Öffentlichkeit von Singapur oder einzelnen Mitgliedern der Öffentlichkeit von Singapur nicht angeboten werden, mit Ausnahme von (i) institutionellen Anlegern gemäß §274 oder 304 des Gesetzes über Wertpapiere und Termingeschäfte (Kapitel 289) („SFA“) in der jeweils gültigen Form des SFA, (ii) relevanten Personen (darunter auch akkreditierte Anleger) gemäß §275 oder 305 und in Übereinstimmung mit sonstigen in §275 oder 305 SFA genannten Bedingungen in der jeweils gültigen Form des SFA, (iii) institutionellen Anlegern, akkreditierten Anlegern, Fachanlegern oder ausländischen Anlegern (jeweils gemäß der Definition der Begriffe in den Finanzberatungsvorschriften) („FAR“) (in der jeweils gültigen Form der Definition) oder (iv) Vorgängen gemäß den Bedingungen einer geltenden Bestimmung des SFA oder der FAR (in der jeweils gültigen Form).

### USA

In den USA werden Maklerdienste über Deutsche Bank Securities Inc. angeboten, einen Broker-Dealer und registrierten Anlageberater, der Wertpapiergeschäfte in den USA abwickelt. Deutsche Bank Securities Inc. ist Mitglied von FINRA, NYSE und SIPC. Bank- und Kreditvergabedienstleistungen werden über Deutsche Bank Trust Company Americas, FDIC-Mitglied, und andere Mitglieder der Deutsche Bank Group angeboten. In Bezug auf die USA siehe vorherige Aussagen in diesem Dokument. Die Deutsche Bank gibt keine Zusicherungen oder Gewährleistungen dazu ab, dass die hierin enthaltenen Informationen zur Nutzung in Ländern außerhalb der USA geeignet oder verfügbar sind oder dass die in diesem Dokument beschriebenen Dienstleistungen zum Verkauf oder zur Nutzung in allen Ländern oder durch alle Gegenparteien verfügbar oder geeignet sind. Wenn dies nicht registriert oder wie gemäß dem anwendbaren Gesetz zulässig lizenziert wurde, bieten weder die Deutsche Bank noch ihre verbundenen Unternehmen irgendwelche Dienstleistungen in den USA oder Dienstleistungen an, die dafür ausgelegt sind, US-Bürger anzuziehen (gemäß der Definition des Begriffs unter Vorschrift S des Wertpapiergesetzes der USA von 1933 („Securities Act“) in seiner jeweils gültigen Form). Der USA-spezifische Haftungsausschluss unterliegt den Gesetzen des Bundesstaates Delaware und ist entsprechend auszulegen; die Kollisionsnormen, die die Anwendung des Gesetzes eines anderen Rechtsgebietes vorsehen würden, finden keine Anwendung.

## Wichtige Hinweise

### Deutschland

Dieses Dokument wurde von Deutsche Bank Wealth Management über die Deutsche Bank AG erstellt und wurde der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht weder vorgelegt noch von ihr genehmigt. Für bestimmte der in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen wurden Prospekte von den zuständigen Behörden genehmigt und veröffentlicht. Anleger sind aufgefordert, ihre Anlageentscheidung auf der Grundlage solcher genehmigten Prospekte zu treffen, einschließlich möglicher Anhänge. Darüber hinaus stellt dieses Dokument keine Finanzanalyse im Rahmen der Bedeutung des Begriffs im Wertpapierhandelsgesetz dar und muss daher nicht den gesetzlichen Anforderungen an die Finanzanalyse entsprechen. Die Deutsche Bank AG ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Hauptsitz in Frankfurt am Main. Sie ist im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter der Nummer HRB 30 000 eingetragen und ist berechtigt, Bankgeschäfte zu führen und Finanzdienstleistungen anzubieten. Aufsichtsbehörden: Die Europäische Zentralbank („EZB“), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland, und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland.

### Indien

Die in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen werden der indischen Öffentlichkeit nicht zum Kauf oder zur Zeichnung angeboten. Dieses Dokument wurde nicht vom Securities and Exchange Board of India, von der Reserve Bank of India oder einer anderen indischen Regierungs-/Regulierungsbehörde genehmigt oder dort registriert. Dieses Dokument ist kein „Prospekt“ gemäß der Definition des Begriffs in den Bestimmungen des Companies Act, 2013 (18 aus 2013) und wird auch bei keiner indischen Regulierungsbehörde eingereicht. Gemäß dem Foreign Exchange Management Act, 1999, und den darunter erlassenen Vorschriften kann jeder Anleger mit Wohnsitz in Indien aufgefordert werden, die Sondergenehmigung der Reserve Bank of India einzuholen, bevor er Geld außerhalb Indiens anlegt, einschließlich der in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen.

### Italien

Dieser Bericht wird in Italien von Deutsche Bank S.p.A. vorgelegt, einer nach italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle der Banca d'Italia und der CONSOB unterliegt.

### Luxemburg

Dieser Bericht wird in Luxemburg von Deutsche Bank Luxembourg S.A. vorgelegt, einer nach luxemburgischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle der Commission de Surveillance du Secteur Financier unterliegt.

### Spanien

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española, ist ein Kreditinstitut, das von der Banco de España und von CNMV reguliert wird und in deren offiziellen Registern unter der Nummer 019 eingetragen ist. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española, ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Bank- und Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende Lizenz fallen. Der Hauptgeschäftssitz in Spanien ist in Paseo de la Castellana 18, 28046 Madrid. Diese Informationen wurden von Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española, bereitgestellt.

### Portugal

Deutsche Bank AG, Zweigstelle Portugal, ist ein Kreditinstitut, das von der Banco de Portugal und von der portugiesischen Wertpapierkommission (CMVM) reguliert wird und in deren offiziellen Registern unter der Nummer 43 und 349 sowie im Handelsregister unter der Nummer 980459079 eingetragen ist. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle Portugal, ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende Lizenz fallen. Der eingetragene Sitz ist in Rua Castilho, 20, 1250-069 Lissabon, Portugal. Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG, Zweigstelle Portugal, bereitgestellt.

### Österreich

Dieses Dokument wird von der Deutsche Bank AG, Filiale Wien, eingetragen im Firmenbuch des Wiener Handelsgerichts unter der Nummer FN 140266z, vorgelegt. Die Deutsche Bank AG ist eine Aktiengesellschaft, die nach deutschem Recht gegründet wurde und zum Betreiben von Bankgeschäften und zum Angebot von Finanzdienstleistungen berechtigt ist. Sie wird von der Europäischen Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland, sowie der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland, beaufsichtigt, die Filiale Wien zusätzlich von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien. Dieses Dokument wurde den vorstehend genannten Aufsichtsbehörden weder vorgelegt noch von diesen genehmigt. Für bestimmte der in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen wurden unter Umständen Prospekte veröffentlicht. In einem solchen Fall sollten Anlageentscheidungen ausschließlich auf der Grundlage der veröffentlichten Prospekte, einschließlich möglicher Anhänge, getroffen werden. Nur diese Dokumente sind bindend. Dieses Dokument stellt Marketingmaterial dar, das ausschließlich Informations- und Werbezwecken dient und nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse oder -recherche ist.

Alle Markenrechte liegen bei ihren jeweiligen rechtlichen Inhabern.

© 2021. Deutsche Bank AG. Alle Rechte vorbehalten.

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

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

