

Deutsche Bank  
Wealth Management



Ausblick 2021

# CIO Insights



Tektonische Verschiebungen  
Ein Blick jenseits der COVID-19 Pandemie



# Inhalts- verzeichnis

Letter to investors	S. 2
<b>Folge #1: Unser Alltag: keine Rückkehr zum status quo ante</b>	S. 4
Die wachsende Bedeutung des Staates	
Ungleichheit stärker im Fokus	
Überdenken der Infrastruktur	
<b>Folge #2: Neuerfindung des Geschäftslebens: Wesentliche Änderungen sind zu erwarten</b>	S. 7
Zunehmende staatliche Unterstützung birgt Risiken	
ESG – weiter und aufwärts	
Technologie spielt weiterhin eine Schlüsselrolle	
Erholung der Unternehmensgewinne von hoher Bedeutung	
<b>Folge #3: Die politische Volkswirtschaft: Ein Blick in "4D"</b>	S. 12
Magie der Geldpolitik weiter spürbar?	
Inflation und andere potenzielle politische Gefahren	
Fiskalpolitik unter Druck	
Schuldenexplosion	
<b>Folge #4: Die neue Weltordnung: Gewinner und Verlierer</b>	S. 17
Asien schreitet voran	
Divergenz der entwickelten Welt	
Multilateral wird regional	
Neuerfinden von Währungen	
Box: Strategische Assetallokation	
<b>Folge #5: Zentrale Investmentthemen: ESG im Fokus</b>	S. 22
Das TEDS-Dreieck	
Box: Blue Economy	
<b>Anh. 1: Unsere Anlageklasseneinschätzung für 2021 im Überblick</b>	S. 25
<b>Anh. 2: Makroökonomische und Anlageklassen-Prognosen</b>	S. 27

# Tektonische Verschiebungen



Christian Nolting  
Globaler CIO

Unsere größte Hoffnung für 2021 ist, dass wir die Corona-Pandemie hinter uns lassen können. Angesichts der nächsten Jahr zu erwartenden verfügbaren Impfstoffe erscheint dies realistisch. Die Diskussion rund um die politischen Reaktionen auf die Corona-Pandemie und ihre sozialen und wirtschaftlichen Folgen dürften jedoch noch einige Jahre andauern. Die vollständige Aufarbeitung großer Krisen hat in der Vergangenheit meist lange gedauert. So diskutieren Wirtschaftswissenschaftler noch heute – neun Jahrzehnte später – über den Umgang mit der Großen Depression und ihre Folgen.

Für eine ausführliche Analyse bleibt uns aber kurz vor dem Jahreswechsel keine Zeit. Stattdessen benötigen wir als Ausgangspunkt ein Rahmenkonzept, anhand dessen wir die Nachwirkungen der Pandemie in Bezug auf die Aussichten für die Wirtschaft, Gesellschaft und Kapitalanlage beurteilen.

Zu diesem Zweck vermitteln wir in diesem Ausblick vier verschiedene Perspektiven bezogen auf die Bedeutung der Krise. Wir betrachten die Krise aus der Sicht von [Individuen](#), [Unternehmen](#), der [politischen Ökonomie](#) und der [globalen Weltordnung](#).

Die Auswirkungen der Pandemie auf Politik, Wirtschaft und Kapitalanlage erscheinen aus diesen vier Blickwinkeln betrachtet jeweils in einem anderen Licht.

Eine der Hauptsorgen ist, dass diese Auswirkungen nicht nur identifiziert werden müssen, sondern dass auch das Potenzial, inwieweit diese Folgen im Jahr 2021 wieder rückgängig gemacht werden können, zu beurteilen ist. (In welchem Umfang werden Angestellte beispielsweise wieder zurück in die Büros in ihren Unternehmen gehen?)

Die kurzfristigen Aussichten einer Erholung sind zwar wichtig, wir müssen die Pandemie und ihre Folgen aber auch über einen längerfristigen Zeithorizont betrachten. Die Pandemie hat nicht nur neue Probleme geschaffen, sondern auch viele bereits bestehende wirtschaftliche und anlagespezifische Trends beschleunigt oder verstärkt. All diese Trends haben eines gemeinsam: die vier „Ds“ (4Ds) stehen dabei häufig im Mittelpunkt: [Divergenz](#) bezogen auf Einkommen, Wohlstand und wirtschaftlichen Fortschritt innerhalb und zwischen einzelnen Volkswirtschaften; [Digitalisierung](#) und ihre Auswirkungen auf die Art, wie Einzelpersonen, Unternehmen und Regierungen tätig sind; [Demografie](#), da die schon länger bestehenden Verschiebungen in der Bevölkerungsverteilung die politischen und wirtschaftlichen Prioritäten ändern; und schließlich [Schulden \(Debt\)](#) – sowohl Schulden der öffentlichen Hand (vor dem Hintergrund explodierender Haushaltsdefizite) als auch die des privaten Sektors.

---

Wir müssen die Pandemie und ihre Folgen über einen längerfristigen Zeitraum betrachten. Die 4 „Ds“ – Divergenz, Digitalisierung, Demografie und Schulden (Debt) – werden weiterhin Themen von Bedeutung sein.

---

Die Betrachtung des Coronavirus in einem langfristigen Kontext hat zwei Folgen für Kapitalanlagen.

**01** Wenn Sie diese Problematik nicht nur als Frage der kurzfristigen Erholung sehen, sondern auch als Reaktion auf strukturelle Veränderungen bei wirtschaftlichen und anlagebezogenen Beziehungen (die „tektonischen Platten“ auf unserer Titelseite), dann muss eine Reaktion aus Sicht der Kapitalanlage nicht nur taktischer Natur sein, sondern auch strategischer. Wir glauben, dass die beste Vorgehensweise in einer [strategischen Assetallokation \(SAA\)](#) liegt. Damit lassen sich sowohl die geänderten Beziehungen zwischen Anlageklassen nachvollziehen als auch die Unsicherheiten rund um ihre zukünftige Entwicklung reduzieren.

**02** Sowohl im Rahmen einer SAA als auch bei Satelliten-Investments in bestehenden Portfolios ist es unserer Ansicht nach sinnvoll, in [zentrale Investmentthemen](#) zu investieren, die eine zunehmende Rolle in der langfristigen globalen Entwicklung spielen. Seit 2017 entwickeln wir [zentrale Investmentthemen](#). Inzwischen haben wir insgesamt zehn solcher Themen erarbeitet, die wir in einem Dreieck positionieren, das durch die Oberthemen Technologie, Demografie und Nachhaltigkeit (TEchnology, Demographics und Sustainability; kurz TEDS) begrenzt ist. Aus den von uns erörterten Gründen wird Nachhaltigkeit – häufig in Form von ESG-Anlagen – in den kommenden Jahren wahrscheinlich noch wichtiger werden. In diesem Jahr werden wir unsere Perspektive in Bezug auf Nachhaltigkeit durch die Einführung eines neuen [zentralen Investmentthemas](#) hinsichtlich der Blue Economy vertiefen. Zu den anderen zentralen Investmentthemen von besonderer Bedeutung für das Jahr 2021 könnten Cybersicherheit, 5G, das Gesundheitswesen, die Millennials und Ressourcenschonung gehören.

Christian Nolting

Christian Nolting  
Globaler CIO

## Kurz-Insights

### 2021 in Kürze

- Es wird keine Rückkehr zum Vor-COVID-Leben geben; die „tektonischen Platten“ haben sich tatsächlich verschoben.
- Die Pandemie hat Auswirkungen auf Einzelpersonen, Unternehmen und Regierungen, die sich nicht so leicht wieder umkehren werden.
- Die Pandemie hat zudem einige schon länger bestehende Trends beschleunigt.
- Divergenz, Digitalisierung, Demografie und Defizite – die 4Ds – sind Themen, die auch im Jahr 2021 sehr wichtig sein werden.
- Langfristige Veränderungen erfordern einen strategischen, keinen rein taktischen Investmentansatz.
- Das erfolgt am besten über eine strategische Assetallokation, mit der sich ändernde Beziehungen zwischen den Anlageklassen berücksichtigt werden können.
- Eine Anlage in die zentralen Investmentthemen innerhalb des TEDS-Dreiecks (TEchnologie, Demografie, Sustainability bzw. Nachhaltigkeit) dürfte ebenfalls zielführend sein.



Bitte den QR-Code benutzen, um weitere Publikationen von Deutsche Bank CIO Office aufzurufen.

## Folge #1

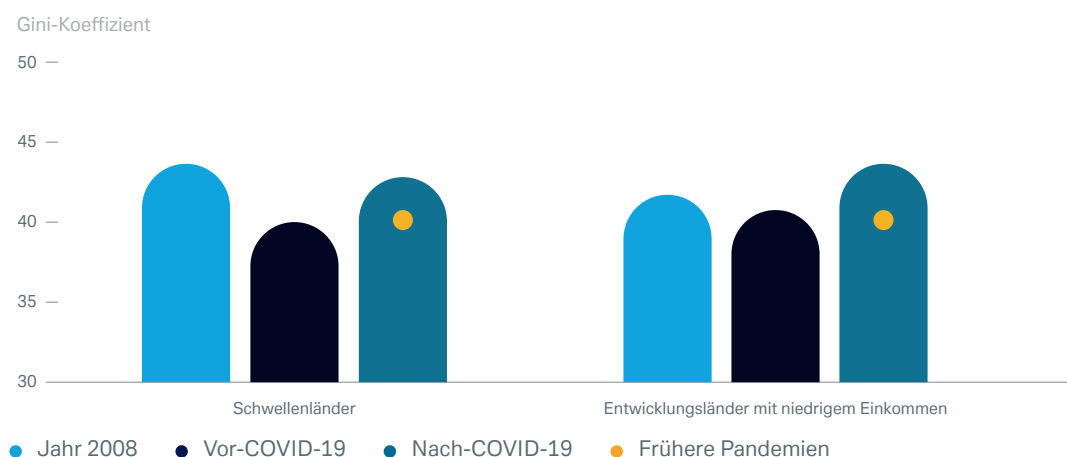
# Unser Alltag: Keine Rückkehr zum status quo ante

Die Auswirkungen der Corona-Pandemie sind je nach Region und Einkommensgruppe unterschiedlich.

Weltweit haben viele Arbeitnehmer beispielsweise aus den Bereichen Verwaltung und Management digitale Technologien eingesetzt und im Homeoffice gearbeitet – während Arbeiter oder Pflegekräfte (oder Mitarbeiter ohne digitalen Zugang) weiterhin vor Ort arbeiten mussten und dabei mit Sorgen um eine mögliche Virusinfektion einerseits und einen unsicheren Arbeitsplatz andererseits zu kämpfen hatten. In vielen Schwellenländern waren Lockdowns vielleicht kürzer, aber die Probleme in Bezug auf Ungleichheit kamen auch hier zum Vorschein. Abbildung 1 veranschaulicht die Trends im Gini-Koeffizient, der den Grad der Ungleichheit für die Schwellenländer insgesamt sowie für die von niedrigeren Einkommen gekennzeichneten Entwicklungsländer angibt.

### Abbildung 1: Die Pandemie hat möglicherweise die jüngsten Fortschritte beim Abbau von Ungleichverteilungen innerhalb von Schwellenländern und Entwicklungsländern zunichte gemacht

Quelle: IWF, Deutsche Bank AG. Stand: Oktober 2020. Gini-Koeffizient, in %, ist der einfache Durchschnitt unter Ländergruppen. Zu den jüngsten Pandemien gehören SARS (2003), H1N1 (2009), MERS (2012), Ebola (2014) und Zika (2016).



Je nach Bevölkerungsgruppe werden die Erfahrungen in den kommenden Jahren unterschiedlich ausfallen. Die meisten Menschen werden jedoch mit mehreren Schlüsselthemen konfrontiert werden, lange nachdem wir das Schlimmste der Corona-Pandemie hinter uns gelassen haben. Wir konzentrieren uns im Folgenden auf drei Ergebnisse der Krise.

## Ergebnis Nr. 1: Die wachsende Bedeutung des Staates

Eine zunehmende Präsenz des Staates im Leben der Menschen wird durch mehrere Faktoren verursacht.

Aufgrund der COVID-19 Pandemie spielt der Staat nun eine größere Rolle bei der [Unterstützung von Arbeitslosen oder Lohnersatzleistungen](#), und es sieht ganz danach aus, als ob diese staatlichen Maßnahmen mindestens bis Mitte 2021 fortgesetzt werden dürften. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass dadurch die strukturellen Veränderungen bezogen auf Arbeitslosenquote oder relative Löhne vollständig kompensiert werden können.

Fragen nach dem Wert der individuellen Verantwortung gegenüber sozialen Sicherheitsnetzen werden nicht aufhören und ein wichtiges Thema im politischen Diskurs sein.

Die Pandemie hat die Wichtigkeit des Staates im Bereich der **Gesundheitsversorgung** unterstrichen (selbst wenn die Gesundheitsversorgung üblicherweise in privaten Händen liegt). Bedenken hinsichtlich des Infektionsschutzes und der Gesundheit der Bevölkerung werden nicht verschwinden: Gesundheit ist eines unserer zentralen Investmentthemen, die wir auf Seite 23 erörtern werden.

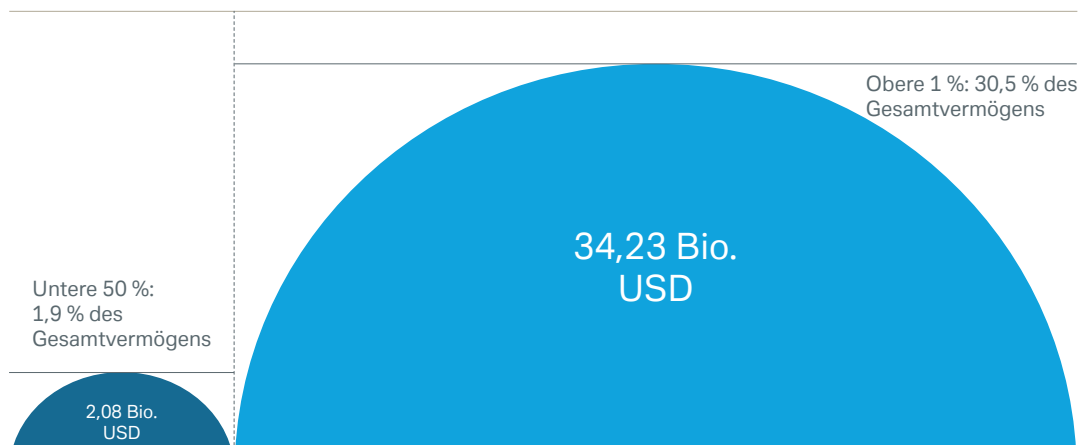
Ein weiteres langfristiges Thema, das noch lange nach 2021 Bestand haben wird, ist **die Rolle der Technologie** bei staatlichen Unterstützungsleistungen, zum Beispiel durch Zahlungen an Einzelpersonen mit digitalem Zentralbankgeld. Diesem Thema widmen wir uns auf Seite 13.

## Ergebnis Nr. 2: Ungleichheit stärker im Fokus

Ein fundamentales Thema wird im Nachgang zur Corona-Krise ganz besonders zur Debatte stehen. Die Krise hat zwar die Rolle des Staates verstärkt, sie hat aber auch seine Defizite aufgezeigt, und zwar in Form einer leichten Zunahme der Ungleichheit. In diesem Zusammenhang zeigen eher abstrakte Zahlen zur ungleichen Vermögens- und Einkommensverteilung (Abbildung 2 stellt die ungleiche Vermögensverteilung unter den US-Haushalten dar) die Brutalität der sozialen Unterschiede im Zugang zur Gesundheitsversorgung sowie bei Infektionszahlen und Krankheitsverläufen während der Pandemie auf. So gesehen könnten die Diskussionen rund um soziale Themen wie bedingungsloses Grundeinkommen wieder aufflammen, selbst wenn die Großzügigkeit des Staates normalerweise durch eine zunehmende Haushaltsbelastung gebremst wird. Es erscheint wahrscheinlich, dass Steuern für vermögendere Einzelpersonen steigen werden, zum einen, um dadurch die infolge der Pandemie stark angestiegenen staatlichen Haushaltsdefizite zu finanzieren, aber auch, um den zunehmenden Bedenken hinsichtlich Ungleichheit entgegenzuwirken. Wie das auch bei anderen Themen im Zusammenhang mit dem Coronavirus der Fall ist, handelt es sich dabei um einen bereits vorher bestehenden Trend, der durch die Pandemie stärker in den Blickpunkt gerückt ist. Die Sorgen über die Ungleichheit dürften wahrscheinlich weiter zunehmen, wenn die Pandemie bei bestimmten Einkommensgruppen zu einem nachhaltigen Anstieg der Arbeitslosigkeit führt oder wenn Regierungen ihre sozialen Sicherheitssysteme aufgrund der angespannten Haushaltslage ausdünnen.

### Abbildung 2: Vermögensverteilung der US-Haushalte nach Perzentilen, Q2 2020

Quelle: U.S. Federal Reserve, Deutsche Bank AG. Zuletzt verfügbare Daten (basierend auf Volkszählung) zum 1. Dezember 2020. Das gesamte US-Vermögen in Q2 2020 wird mit 112,05 Bio. USD beziffert.



## Ergebnis Nr. 3: Überdenken der Infrastruktur

---

Auch die individuellen Verhaltensweisen haben sich wegen der Krise verändert. Der Schritt hin zu Online-Shopping wird viel diskutiert: Der Abschied von der Shopping-Meile in der Innenstadt ist ein langfristiger Trend, der durch die Krise einfach beschleunigt wurde. Sich ändernde Lebensstile haben jedoch weitreichendere Folgen.

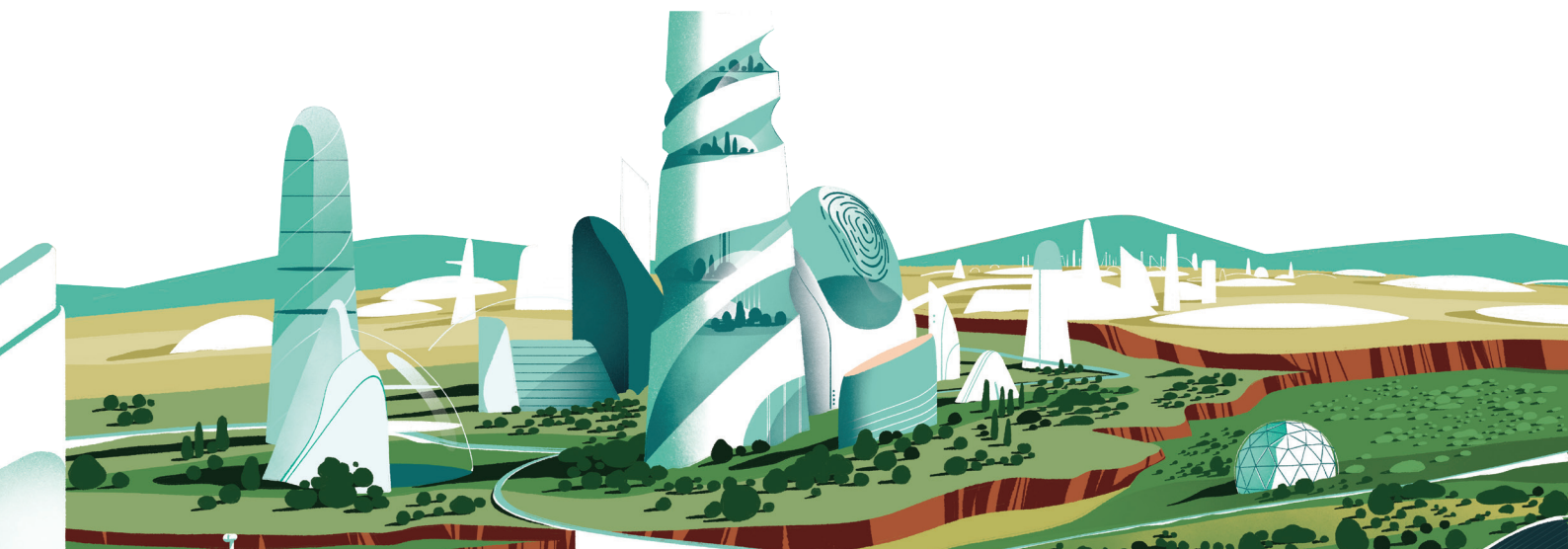
Eine Diskussion muss sich auch darum drehen, welche Art von Infrastruktur (eines unserer zentralen Anlagethemen, Seite 23) erforderlich ist, um diesen geänderten Bedürfnissen Rechnung zu tragen. Den zukünftigen Trends auf dem Immobiliensektor widmen wir uns im unmittelbar folgenden Abschnitt, doch es sind auch andere Aspekte mit einzubeziehen – beispielsweise könnte sich die Art ändern, wie Menschen in städtischen Gebieten reisen. Dabei steht das Konzept „intelligente Mobilität“ (ein zentrales Anlagethema, Seite 23) im Brennpunkt.

Die Trends auf dem Immobiliensektor zeigen bereits die Komplexität der Auswirkungen der Corona-Pandemie. Die Probleme von Einzelhandelsimmobilien sind weithin bekannt. Der bereits bestehende Druck vonseiten des E-Commerce-Sektors wurde durch die Corona-Pandemie verstärkt und es ist schwierig sich vorzustellen, dass dieser Trend sich umkehren wird. Bei den Büroimmobilien dürften viele Transaktionen erstmal weiterhin in der Warteschleife bleiben, da die Unternehmen ihre Art der Nutzung und des Erwerbs von Büroflächen ändern werden. Neben der insgesamt niedrigeren Nachfrage nach Büroräumen in einigen Märkten (z. B. Märkte mit einem starken Finanzdienstleistungssektor) dürften wir vermutlich auch kürzere Mietvertragslaufzeiten und andere Finanzinnovationen beobachten. Im Bereich der Industrieimmobilien gibt es einige Wachstumfelder (Fulfillment Center im E-Commerce-Geschäft und Gesundheitswesen). Ein uneinheitlicher Ausblick lässt sich für Wohnimmobilien ableiten. Ob diese erschwinglich sind, hängt von der konjunkturellen Erholung und dem Beschäftigungsniveau ab, doch die langfristigen Treiber bleiben intakt (z. B. langfristige Veränderungen in den Eigentumsverhältnissen und steigende Anzahl der Haushalte).

Folge #4 Unser Alltag: Keine Rückkehr zum status quo ante

### Konsequenzen:

- Zunehmende Präsenz des Staates.
- Ungleichheit stärker im Fokus.
- Verhalten, Lebensstil und geschäftliche Trends wirken auf Infrastruktur und Konsum (Millennials und Plattform-Ökonomie).





## Folge #2

# Neuerfindung des Geschäftslebens: Wesentliche Änderungen sind zu erwarten

Die Menschen gehen mit der Hoffnung einer Rückkehr zum ursprünglichen Zustand in das Jahr 2021 – und die Unternehmen werden hoffen, dass die Rücknahme der Corona-Beschränkungen zu einer schnellen Erholung der globalen Nachfrage führen wird. Doch sowohl die Bevölkerung als auch die Unternehmen werden nicht zu einer Welt vor Corona zurückkehren können: Sie müssen sich weiterhin einem Prozess widmen, in dem sich die Wirtschaft neu erfindet.

## Ergebnis Nr. 1: Zunehmende staatliche Unterstützung birgt Risiken

Harte Zeiten erfordern harte politische Maßnahmen – und die Ausweitung der staatlichen Unterstützung für privatwirtschaftliche Unternehmen während der Pandemie ist bislang größtenteils nicht infrage gestellt worden.

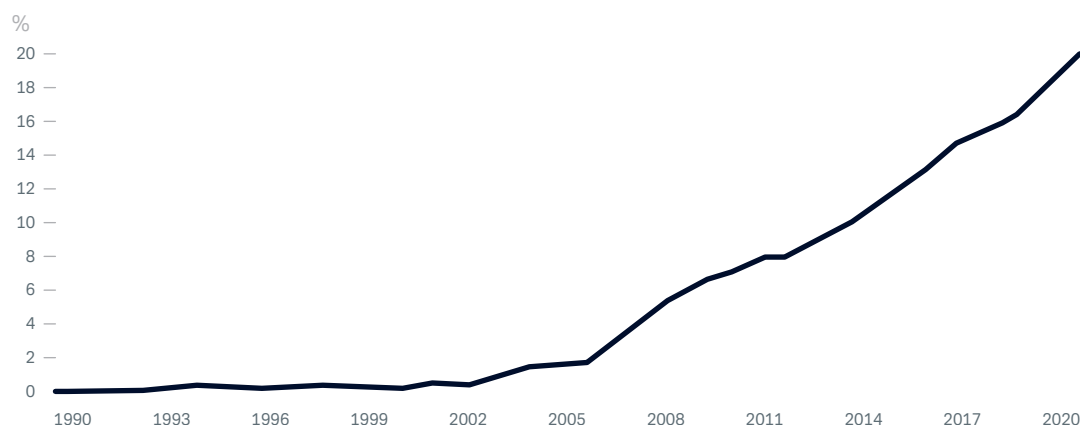
Diese Unterstützung war bisher implizit (z. B. niedrige Kreditkosten, Unterstützung des Arbeitsmarktes), oder aber explizit (z. B. Beteiligungen); doch staatliche Unterstützung birgt Risiken, unabhängig davon, wie sie geleistet wird.

Ein Risiko ist, dass in dieser von schnellem Wandel geprägten Zeit eine staatliche Unterstützung die Fähigkeit einer Volkswirtschaft einschränkt, sich neu zu erfinden und letztendlich wieder zu florieren. Unternehmen muss es erlaubt sein, im Zuge der Selbsterneuerung des konjunkturellen Wandels entweder zu gedeihen oder einzugehen, wie es der englische Ökonom Alfred Marshall im 19. Jahrhundert ausdrückte. Der österreichische Volkswirt Joseph Schumpeter formulierte dieses Konzept etwas unverblümt und nannte es „schöpferische Zerstörung“.

Durch staatliche Unterstützung kann dieser Erneuerungsprozess behindert werden, wenngleich temporäre Unterstützung zu begrüßen ist, sofern das Geschäftsmodell eines Unternehmens eindeutig nachhaltig ist. Das ist ebenfalls ein Problem, das noch viel weiter zurückreicht als die politische Reaktion auf das Coronavirus, es hat sich in der letzten Zeit jedoch verstärkt. Seit die globale Finanzkrise (ab 2007) eine radikale Geldpolitik ausgelöst hat, haben äußerst niedrige Zinsen dazu beigetragen, dass viele Unternehmen sich über Wasser halten konnten. In vielen Fällen könnte dies aber auch dazu geführt haben, Schulden aufzunehmen, um zugrunde liegende operative Probleme zu verschleiern (Abbildung 3 veranschaulicht dies für die USA).

### Abbildung 3: US-Unternehmen: etablierte Unternehmen, deren Kosten für den Schuldendienst höher sind als die Gewinne

Quelle: Datastream, Deutsche Bank AG. Stand: 1. Dezember 2020. Unternehmen mit einem Zinsdeckungsgrad von weniger als 1 über einen Zeitraum von drei aufeinanderfolgenden Jahren und die seit mehr als zehn Jahren bestehen.



Die Sorge besteht darin, dass die Wirtschaft durch eine zunehmende Anzahl an nicht länger wettbewerbsfähigen Unternehmen unter Druck gerät. Die bestehenden staatlichen Beteiligungen an manchen Unternehmen oder Beschäftigungszusagen könnten in diesem Zusammenhang eine wirtschaftliche Umstrukturierung erschweren. Auch aufsichtsrechtliche Verpflichtungen, die mit der staatlichen Unterstützung verknüpft sind, könnten die Sachlage verkomplizieren. Investitionen in Unternehmen, die über kein tragfähiges Geschäftsmodell für die Zeit nach der COVID-19-Pandemie verfügen, stellen offensichtlich keine vernünftige langfristige Strategie dar, und aus einer allgemeineren wirtschaftlichen Sicht verhindern sie sogar eine effiziente Kapitalallokation.

## Ergebnis Nr. 2: ESG – weiter und aufwärts

In einem Bereich könnten aufsichtsrechtliche Eingriffe hingegen willkommen sein. Die Pandemie hat gezeigt, dass viele Regierungen sich unablässig für ESG-Themen (Umwelt, Soziales und Governance) einsetzen und das Interesse der Anleger an diesen Themen kontinuierlich zunimmt. Damit wurden anfängliche Bedenken beiseite gewischt, wonach ein schwieriges operatives Umfeld dazu führen könnte, dass im Zuge der Kostensenkungsmaßnahmen und des Überlebenskampfes der Unternehmen ESG-Standards ignoriert werden könnten. Das ist jedoch nicht eingetreten: Im Verlauf des Jahres waren starke Kapitalzuflüsse in nach ESG-Kriterien verwaltete Vermögenswerte zu verzeichnen: Nach jüngsten Schätzungen von Morningstar beispielsweise machen nachhaltige Fondsanlagen inzwischen 9,3 % des gesamten Fondsvermögens aus. Wir gehen davon aus, dass der Anteil von ESG-Anlagen weltweit weiter zunehmen wird.

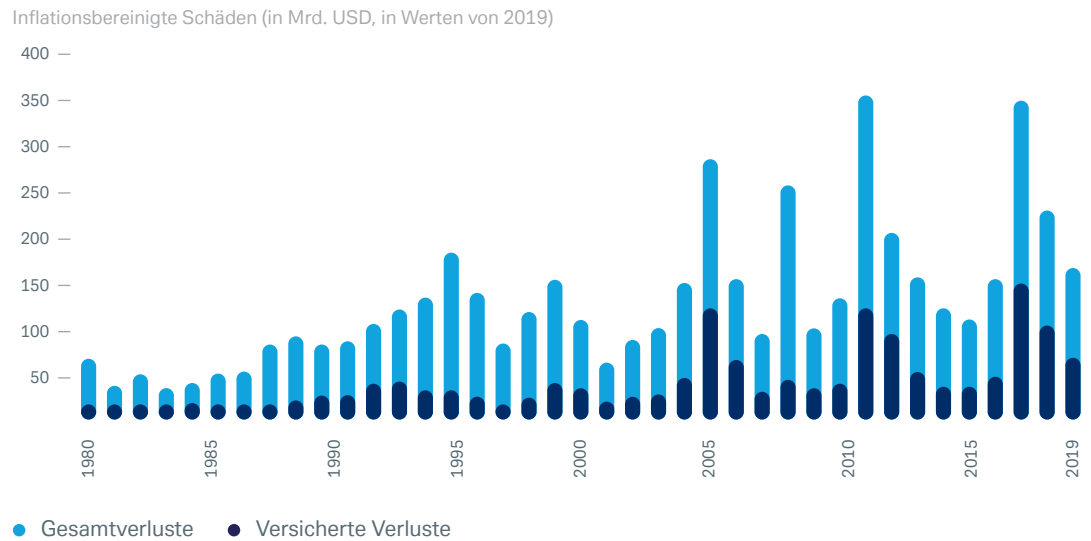
Das kontinuierlich steigende Interesse bezüglich ESG-Anlagen kann vier Faktoren zugeschrieben werden.

- 01** Die zunehmende Erkenntnis, dass ein instabiles operatives und Lebensumfeld teilweise auf ein unzulängliches Umweltmanagement zurückzuführen ist, was behoben werden kann und sollte. Das wachsende Interesse an den Gefahren rund um den Klimawandel hat sich zu einer immer größer werdenden Besorgnis hinsichtlich des Rückgangs der Biodiversität und der daraus resultierenden Folgen ausgeweitet. Ein interessanter Weg, die Sorgen rund um Klimaextreme und andere Ereignisse abzubilden, wird in Abbildung 4 aufgezeigt, die den Anstieg der geschäftlichen Verluste infolge solcher Ereignisse in den vergangenen vierzig Jahren darstellt.
- 02** Die demografische Entwicklung hat zur Folge, dass das Interesse jüngerer Anleger an ESG-Themen ein höheres Investitionsvolumen sowie politisches Engagement nach sich zieht. (Eines unserer zentralen Anlagethemen ist die Gruppe der Millennials, siehe Seite 23.) Die Berichterstattung über die Klimabewegung in den Medien ist ein gutes Beispiel für das politische Engagement der jüngeren Bevölkerung. Die jüngeren Bevölkerungsschichten setzen sich darüber hinaus bewusster mit ihren Konsum- und Anlageentscheidungen und der damit einhergehenden Lenkungsfunktion auseinander.
- 03** Immer umfangreichere ESG-spezifische Rechtsvorschriften und Compliance-Anforderungen bestehen nicht nur in Europa, sondern auch weltweit. Damit meinen wir nicht nur die allgemeinen nachhaltigen Entwicklungsziele und sonstigen Vorgaben der Vereinten Nationen und anderer globaler und regionaler Einrichtungen. Als Ergänzung hierzu sind die Unternehmen aufgrund von konkreteren und präziseren Regelungen nun verpflichtet, nicht nur ihre physischen Betriebsmodelle (z. B. zur Reduzierung der Umweltverschmutzung), sondern auch ihre finanziellen Modelle und Verpflichtungen zu ändern, um ESG-Kriterien zu erfüllen.
- 04** Es wird zunehmend deutlich, dass ESG-Investitionen die langfristigen Anlagerenditen an-kurbeln können. Transparentere und konsistentere ESG-Daten und Anlageklassifizierungen werden dazu beitragen, die noch ausstehenden Fragestellungen zu lösen.



#### Abbildung 4: Verluste aufgrund extremer Wetterereignisse

Quellen: Münchener Rück, Deutsche Bank AG. Stand: 1. Dezember 2020.



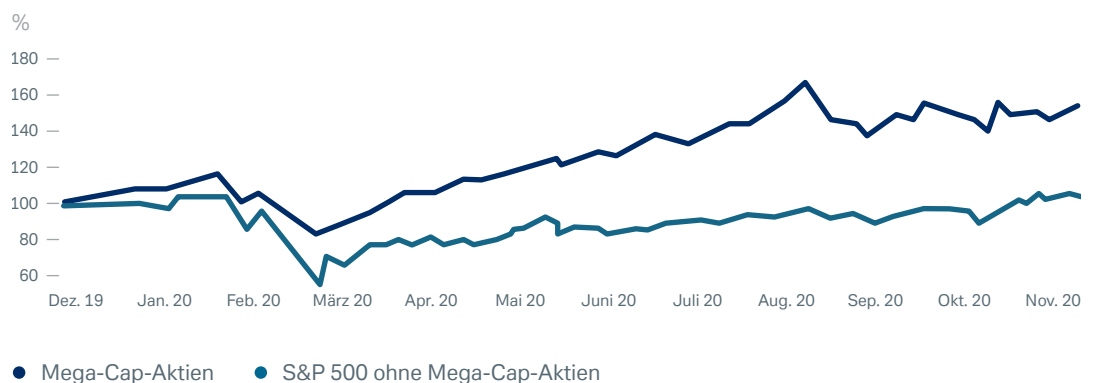
Untermauert wird dies durch eine Umwelt- und Sozialkomponente in Bezug auf viele Aspekte der Diskussionen über einen Wiederaufbau nach der Pandemie. In den USA und Großbritannien ist dieses Konzept unter der Devise „build back better“ bekannt. ESG, und einige der damit verbundenen Komponenten, bleiben auch im Jahr 2021 eines unserer zentralen Anlagethemen (Seite 23).

#### Ergebnis Nr. 3: Technologie spielt eine Schlüsselrolle

Die Unternehmen waren im Jahr 2020 durch die sich ändernden Konsumentenbedürfnisse stark betroffen, wobei die Pandemie zunächst klare Sieger für den Großteil des Jahres (z. B. große Technologiewerte, Gesundheitswesen, Online-Lieferdienste), aber auch einige Verlierer hervorbrachte. Die großen Technologiewerte spielten für die positive Entwicklung der Aktienmärkte für den Großteil des Jahres 2020 eine entscheidende Rolle. Abbildung 5 vergleicht die Performance der zehn Mega-Caps des S&P 500 (normalerweise mit Schwerpunkt Technologie) und des Index ohne diese Aktien.

#### Abbildung 5: Wie zehn Mega-Cap-Aktien im Jahr 2020 die Marktrally in den USA bestimmten

Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Stand: 1. Dezember 2020. Marktkapitalisierung indexiert auf 31. Dezember 2019 = 100



Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen sind kein zuverlässiger Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Alle erforderlichen Angaben und Risikohinweise finden Sie am Ende dieses Dokuments. Erstellt im Dezember 2020.

Gegen Ende 2020 sorgten Nachrichten zur Impfstoffentwicklung für mächtig Bewegung bei den Aktienkursen, da die Märkte die Hoffnung einpreisten, es könnte zu einer früheren Wiedereröffnung der Wirtschaft und einer schneller als erwarteten Erholung kommen. Diese Präferenzen dürften sich jedoch im Verlauf des Jahres 2021 wahrscheinlich wieder ändern.

Nach einer Neubeurteilung der Sektorpräferenzen stellte sich unter anderem folgende Frage: Werden Technologieunternehmen in der Performance der Aktienmärkte weiterhin eine derart dominante Rolle spielen. Einige Argumente gegen den Technologiesektor (aus Sicht der Kapitalanleger) gründen sich auf der Überzeugung, dass eine Normalisierung der Arbeitsbedingungen zu einem Rückgang der Nachfrage nach Dienstleistungen im Technologiesektor führen wird. Das erscheint jedoch nicht wahrscheinlich, da es keine vollständige Wiederherstellung der früheren Arbeitsbedingungen geben wird und Technologie zu stark in unserem Alltag verankert ist. Auf Seite 23 schildern wir, dass viele unserer zentraler Investmentthemen sich schwerpunktmäßig mit Technologie beschäftigen und spezifische technologische Fragestellungen wie Künstliche Intelligenz und Cybersicherheit behandeln. Auf Marktebene zeichnen sich Technologiewerte immer noch durch die immensen Vorteile aus, die sich aus den robusten Ergebnissen und starken Bilanzen ergeben.

---

Die Sektorpräferenzen des Marktes haben sich zum Ende des Jahres 2020 geändert und werden sich im Verlauf des Jahres 2021 erneut ändern. Es gibt aber immer noch gute Gründe, längerfristig an Technologiewerten festzuhalten.

---

#### Ergebnis Nr. 4: Erholung der Unternehmensgewinne von hoher Bedeutung

---

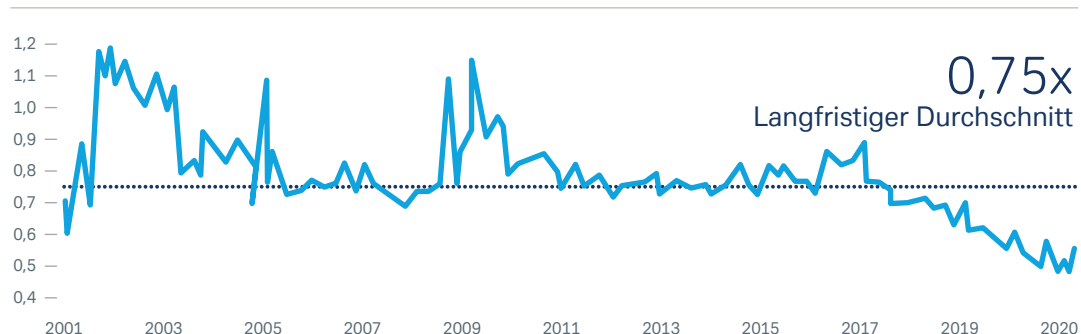
Die Kapitalmärkte werden im Jahr 2021 voraussichtlich weiter volatil sein, da die Fortschritte in der Impfstoffverteilung (und die wirtschaftlichen Schäden durch das Coronavirus) kontinuierlich neu bewertet werden müssen. Die Präferenzen hinsichtlich Aktiensektoren und Anlagestilen werden sich immer wieder ändern: Trends könnten versiegen und der Optimismus des Marktes könnte sich in Pessimismus umkehren. (Beispielsweise wissen wir zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation nicht, wie lange die verschiedenen neuen Impfstoffe einen Infektionsschutz bieten: Wenn die Immunität nur kurzfristig ist oder die Impfstoffverteilung sich als schwieriger erweist als angenommen, könnten die Märkte wieder zu einer pessimistischeren Einschätzung der Aussichten kommen.)

Kurz gesagt: Wir empfehlen einen ausgewogenen Anlagestil in diesem Zusammenhang: Wachstumsaktien<sup>1</sup> (starke Performer für den Großteil des Jahres 2020 und in früheren Jahren) werden wahrscheinlich nicht vollständig durch zyklische Werte oder Substanzwerte ersetzt werden, wenn die Weltwirtschaft wieder auf ihre Füße kommt. Abbildung 6 zeigt den KGV-Abschlag von Substanzwerten gegenüber Wachstumsaktien. Sie sehen, dass dieser Abschlag sich schon seit vier Jahren vergrößert, nicht nur während der Pandemie. Wie sich Ende 2020 zeigte, können Hoffnungen auf eine Wiedereröffnung der Wirtschaft zyklischen Aktien Auftrieb geben, doch eine regelrechte Outperformance bei Substanzwerten erfordert höhere Renditen. Letzteres erscheint jedoch in den kommenden Jahren infolge der Krise nicht sehr wahrscheinlich, wengleich eine höhere Inflation nicht ausgeschlossen werden kann.

<sup>1</sup>Bei Wachstumswerten handelt es sich um Aktien, bei denen von einem über dem Marktdurchschnitt liegenden Wachstum ausgegangen wird, beispielsweise Technologieaktien. Zyklische Werte sind diejenigen, die normalerweise von einem wirtschaftlichen Aufschwung profitieren. Zu den Sektoren, die als Erste auf den Konjunkturzug aufspringen, gehören häufig Metalle, Bergbau, Chemie und Verbraucherdienstleistungen. Als Substanzaktien gelten diejenigen Werte, die zu einem Kurs gehandelt werden, der unter ihrem fundamentalen Wert liegt.

Abbildung 6: Die Kurs-Gewinn- bzw. KGV-Bewertungen für Substanzwerte sind noch weiter hinter die KGV-Bewertungen von Wachstumsaktien zurückgefallen

Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Stand: 1. Dezember 2020.

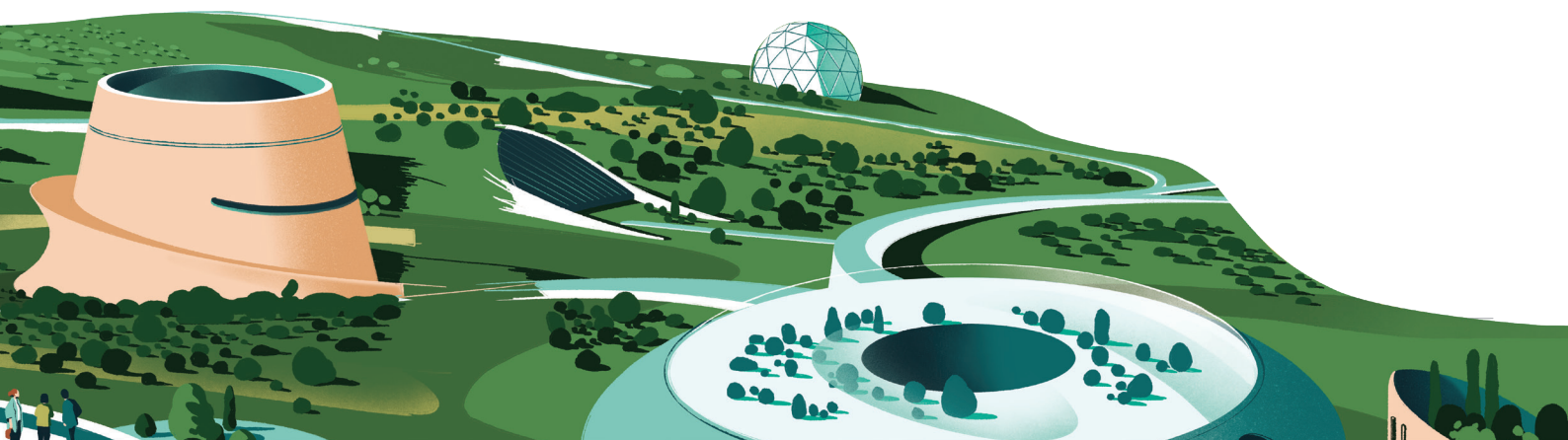


Letztlich müssen die Hoffnungen der Märkte hinsichtlich einer sektorspezifischen Erholung durch eine Gewinnerholung untermauert sein. Für die Industrieländer könnte dieser Prozess zu einer Tortur werden. In Europa dürften die Gewinne nicht vor 2023 auf das Niveau des Jahres 2019 zurückkehren. Mittelfristig gesehen könnten europäische Small- und Mid-Caps jedoch einen effektiven Weg darstellen, von der Wiedereröffnung der Wirtschaft zu profitieren. Für viele Schwellenländer, vor allem in Asien, bedeutet ein höheres Wirtschaftswachstum, dass der Prozess der Gewinnerholung eher schneller verlaufen könnte, was sowohl Unternehmen als auch Investoren zugutekommen dürfte. Das ist ein weiteres Argument für Schwellenländeraktien (aber auch für Unternehmensanleihen aus Schwellenländern). Ein stärkeres Gewinnwachstum bleibt ein wesentlicher Baustein für eine Normalisierung der Bewertungen. In dieser Hinsicht werden sich im Jahr 2021 Fortschritte zeigen.

Folge #2 Neuerfindung des Geschäftslebens: Wesentliche Änderungen sind zu erwarten

### Konsequenzen:

- Staatliche Unterstützung begrenzt die Fähigkeiten der Volkswirtschaft, sich neu zu erfinden.
- ESG wird durch ein stärkeres Engagement und eine wachsende Nachfrage unterstützt.
- Aktienmärkte bleiben Tech-zentriert, aber Zyklischer mit Potenzial.



## Folge #3

# Die politische Volkswirtschaft: Ein Blick in "4D"

Aus der Sicht von Einzelpersonen und Unternehmen wird es keine Rückkehr zu einer Vor-Coronavirus-Welt geben. Regierungen sind sich dessen bewusst und sie müssen sich um die meisten mittelfristigen Probleme während der Übergangsphase sowie die Probleme bezogen auf die langfristige Erholung kümmern.

Wie bereits erwähnt sind wir der Ansicht, dass viele Aspekte der Welt nach der Bewältigung der COVID-19-Krise von den vier „Ds“ – Divergenz Digitalisierung Demographie und Defizite, also Divergenz, Digitalisierung, Demografie und Schulden – gekennzeichnet sein werden. Die Bedeutung dieser vier Ds wird vor dem Hintergrund der zukünftigen Trends in der politischen Ökonomie weiter zunehmen, das heißt, wenn wirtschaftliche Überlegungen mit sozialen, politischen und institutionellen Fragestellungen verknüpft werden.

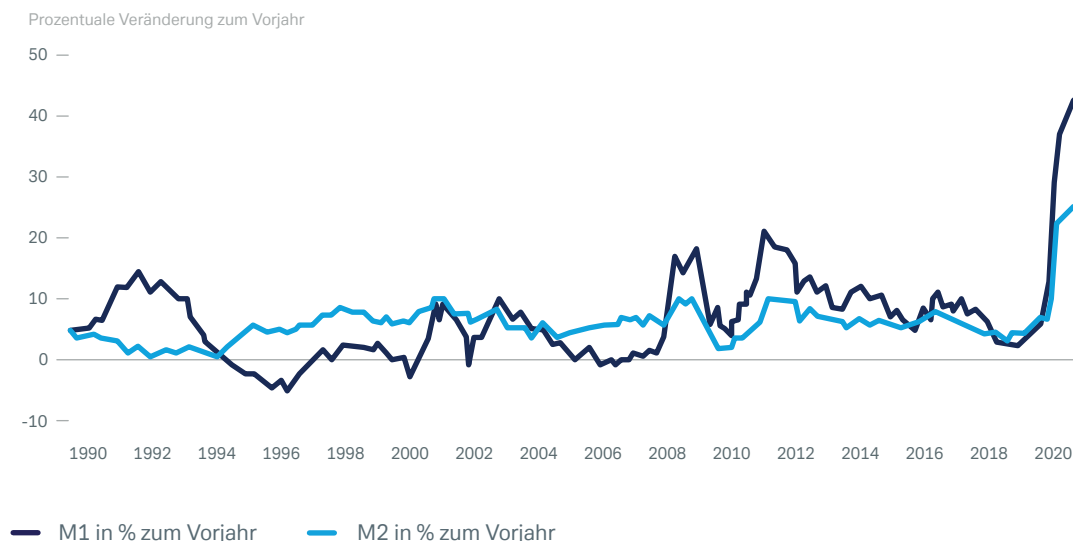
### Ergebnis Nr. 1: Magie der Geldpolitik weiter spürbar?

Der Titel unseres Jahresausblicks im letzten Jahr lautete „Verblasst die Magie der Geldpolitik?“. Unsere Antwort auf diese Frage war „Nein“, da wir glaubten, dass ihre Wirksamkeit zwar nachlassen könnte, dass sie aber trotzdem ein wichtiges politisches Instrument bleiben würde, vor allem mit Unterstützung durch die Fiskalpolitik. Angesichts der Extremsituation, die durch die Corona-Pandemie hervorgerufen wurde, griffen die Notenbanken im Jahr 2020 noch tiefer in ihre geldpolitische Trickkiste. Dies erfolgte nicht nur dadurch, dass die Zinsen weiter auf einem niedrigen Niveau gehalten wurden und die Bilanzen der Währungshüter sich aufblähten, sondern auch durch andere Eingriffe in die Finanzmärkte (beispielsweise der Beginn von Unternehmensanleihekäufen).

Trotz der anhaltenden Sorgen um die möglicherweise nachlassende Strahlkraft jeder zusätzlichen Komponente von geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen ist man auf der Suche nach einem Ersatz noch nicht fündig geworden (trotz einer grundsätzlichen Übereinkunft, dass ergänzende Ansätze, zum Beispiel fiskalpolitische Maßnahmen oder Strukturreformen, noch weiterentwickelt werden müssen). Vor einem Jahr war klar, dass viele der Faktoren, die sich nachteilig auf die Wirtschaftsleistung auswirken, nicht geldpolitischer Art waren und somit außerhalb des Einflussbereichs der Geldpolitik lagen. Das ist nach wie vor der Fall; die Bemühungen in diesem Zusammenhang sind auf alternative politische Wege auszurichten. Wie wir in Ergebnis Nr. 3 ausführen, wird die Fiskalpolitik im Jahr 2021 wichtig werden.

### Abbildung 7: Rekordverdächtiges Wachstum der US-Geldmenge

Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Stand: 15. Dezember 2020. M1 beinhaltet Bargeld und Girokonten; M2 nimmt Einlagen- und Sparkonten und andere Arten von „Quasigeld“ hinzu.



## Ergebnis Nr. 2: Inflation und andere potenzielle politische Gefahren

---

Die unmittelbaren Gefahren für die Geldpolitik scheinen beherrschbar zu sein. Der politische Konsens spricht sich weiterhin für eine besonders expansive Geldpolitik aus. Die Folge davon ist, dass die Renditen noch längere Zeit niedrig bleiben werden und somit die Jagd nach Renditen weitergehen wird.

Das Thema Inflation sehen wir jedoch nicht ganz so gelassen, da die Inflation eine potenzielle Bedrohung für die Geldpolitik darstellt. Die von der Inflation derzeit unmittelbar ausgehende Gefahr erscheint vor dem Hintergrund der weiter bestehenden ungenutzten Kapazitäten und der immer noch vorsichtigen Verbraucher in vielen Märkten niedrig (teilweise bedingt durch die anhaltenden Befürchtungen in puncto Arbeitslosigkeit). Unsere Prognosen tragen dem Rechnung. Doch während viel über eine mögliche „Japanisierung“ (d. h. niedriges Wachstum, niedrige Inflation) gesprochen wurde, muss es nicht zwangsläufig dazu kommen. Es bestehen beispielsweise nach wie vor Bedenken über große Geldmengen. Zudem kann ein Anstieg der Renditen nicht ausgeschlossen werden. Veränderungen im Geschäftsmodell von Dienstleistungsunternehmen (angesichts der Schwierigkeiten, in einem weiter von Kontaktbeschränkungen geprägten Umfeld Umsatzerlöse zu generieren) könnten ebenfalls den Aufwärtsdruck auf die Preise erhöhen.

Daneben bestehen noch weitere langfristige Gefahren für die Geldpolitik. Die Geldpolitik ist im Wesentlichen ein stumpfes Instrument und ist bei Problemen wie **Divergenz** innerhalb oder zwischen einzelnen Volkswirtschaften nicht so leicht einsetzbar (eine expansive Geldpolitik kann durch die Aufblähung des Wertes bestimmter Vermögenswerte soziale Ungleichheit sogar verschärfen). Außerdem stößt die Geldpolitik auf strukturelle Probleme in den Volkswirtschaften, die möglicherweise durch die **demografische Entwicklung** (mit einer Tendenz, das Sparvolumen unabhängig von einer expansiven Geldpolitik zu erhöhen) oder die rapide ansteigenden **Schuldenberge (Debt)** verursacht werden (siehe Ergebnis Nr. 4). Es ist davon auszugehen, dass sich die Diskussionen rund um diese Themen verschärfen werden, je länger die unkonventionellen Maßnahmen bestehen bleiben.

Das letzte „D“ – **Digitalisierung** – könnte sowohl eine Gefahr als auch eine Chance für die Geldpolitik darstellen. Weitere Tests von digitalem Zentralbankgeld (z. B. über regionale Programme, die in China bereits eingerichtet wurden) und dessen Einführung rund um den Globus sind mit der Aussicht verbunden, dass eine viel gezieltere Geld- und Fiskalpolitik möglich ist, zum Beispiel durch zeitlich begrenzte und ausgabenorientierte Transfers. Diese Zielorientierung kann – vor allem wenn sie eine zeitlich begrenzte Komponente hat – letztendlich einen Weg aus der sogenannten „Liquiditätsfalle“ aufzeigen, wenn niedrige oder negative Zinsen die Wirksamkeit der Geldpolitik aufgrund des wegfallenden Anreizes, liquide Mittel zu halten, reduzieren. Die anhaltenden Unsicherheiten hinsichtlich des praktischen Einsatzes von digitalem Zentralbankgeld bergen jedoch zwangsläufig Risiken für die Geldpolitik insgesamt, und die politischen Folgen dieser Zielorientierung könnten außerdem letztlich die Unabhängigkeit der Zentralbanken – wie manche sich das wünschen – untergraben.

---

Die unmittelbaren Gefahren für die Geldpolitik scheinen beherrschbar zu sein, doch wir sollten das Thema Inflation nicht ganz so gelassen sehen. Auch Divergenz, Demografie, Schulden und Digitalisierung bergen Risiken für die Geldpolitik – wenngleich durch digitales Zentralbankgeld auch erhebliche Chancen entstehen könnten.

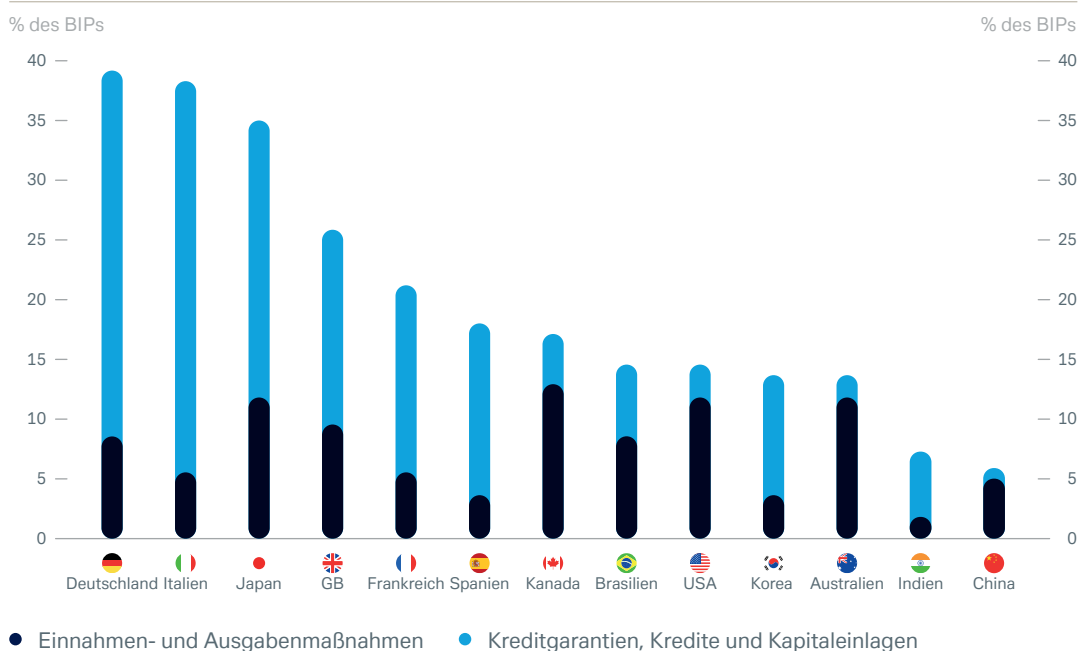
---

## Ergebnis Nr. 3: Fiskalpolitik unter Druck

Die Fiskalpolitik ist ein offenkundig politisch motiviertes Instrument, und zwar auf eine Weise, wie es die Geldpolitik seit den 1990ern in den meisten Industrieländern nicht gewesen ist. Die Politisierung der Fiskalpolitik hat eine Reihe von Auswirkungen. Erstens kann die Politik generell einem Stimmungsumschwung unterliegen. Die allgemeine Akzeptanz der massiven fiskalpolitischen Maßnahmen im Jahr 2020 als alternativloses Mittel wird möglicherweise nicht ewig anhalten, wenngleich es grundsätzlich viel schwieriger ist, den fiskalpolitischen Hahn zuzudrehen, als ihn aufzudrehen. Zweitens kann die Fiskalpolitik Gegenstand eigenständiger politischer Debatten werden, was zum Beispiel Ende 2020 beim zweiten fiskalpolitischen Konjunkturpaket in den USA und beim europäischen Rettungsfonds der Fall war. Drittens wird die Fiskalpolitik als direkte Antwort auf Divergenzprobleme in der Gesellschaft eingestuft werden müssen, wobei der demografische Wandel sich sowohl auf die Notwendigkeit einer Fiskalpolitik auswirkt als auch auf die Stärke der beteiligten politischen Meinungsmacher u. a. die Millennials (ein zentrales Investmentthema, Seite 23). Das Gesundheitswesen dürfte im Bereich der Staatsausgaben Priorität haben, doch auch der Infrastruktur (ebenfalls ein zentrales Investmentthema, Seite 23) muss Beachtung geschenkt werden.

Abbildung 8: Von den G20-Ländern bekannt gegebene fiskalpolitische Maßnahmen (bis September 2020)

Quelle: IWF, Deutsche Bank AG. Stand: 1. Dezember 2020.



Wie auch immer diese politischen Debatten ausgehen werden: Eine Situation ohne jegliche Steuererhöhungen ist angesichts des Ausmaßes der im Jahr 2020 beschlossenen fiskalpolitischen Maßnahmen schwierig vorzustellen (Abbildung 8). Vor allem dürfte die – seit Anfang der 1980er andauernde – Talfahrt bei der Unternehmensbesteuerung (Abbildung 9) nun zu einem Ende kommen. Die Finanzminister weltweit werden mit einer Reihe von miteinander konkurrierenden Prioritäten zu kämpfen haben: Die Fiskalpolitik wird unter hohem Druck stehen und sie wird sich, wie oben erwähnt, zu einer Zeit, da sich die Zusammensetzung der Wählerschaft, die sie letztendlich kontrolliert, ändert, ebenfalls wandeln (Abbildung 10). Die Rufe nach höheren Steuern für diejenigen, die scheinbar am wenigsten von der Krise betroffen sind (d. h. Personen mit hohem Einkommen und Vermögende), lassen nicht nach, vor allem weil die letztgenannte Personengruppe wegen der steigenden Preise für reale Vermögenswerte als Profiteure einer lockeren Geldpolitik gesehen werden. Es ist durchaus möglich, dass Steuern erhöht werden, nicht nur für die Unternehmen, sondern auch für vermögendere Bürger, damit die wahrgenommenen Ungleichheiten beseitigt und die gestiegenen Haushaltsdefizite finanziert werden können.



Abbildung 9: Körperschaftsteuer: Ist es nun nach vier Jahrzehnten mit den Steuersenkungen vorbei?

Quelle: OECD, Deutsche Bank AG. Stand: 1. Dezember 2020.

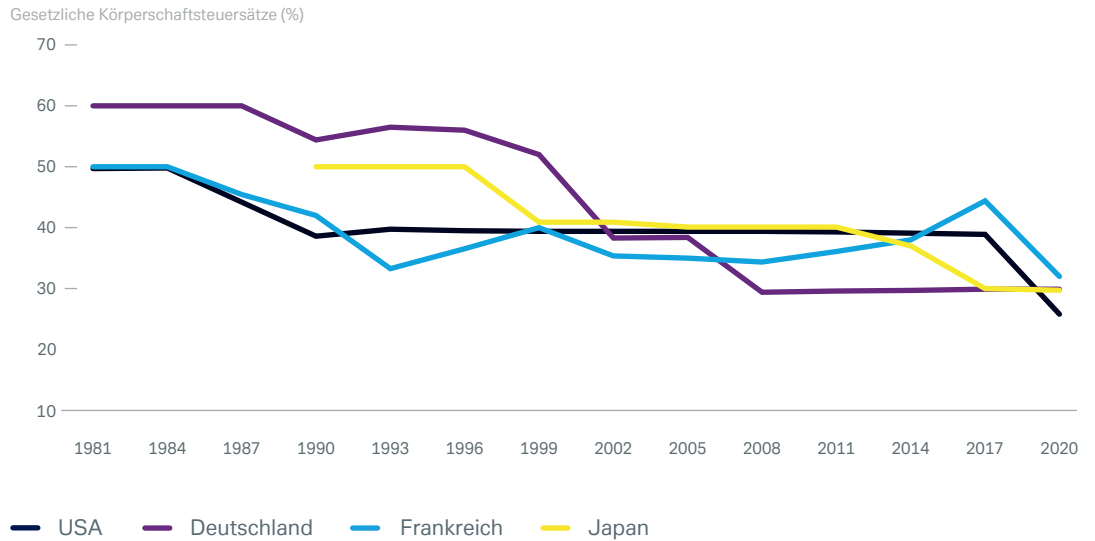
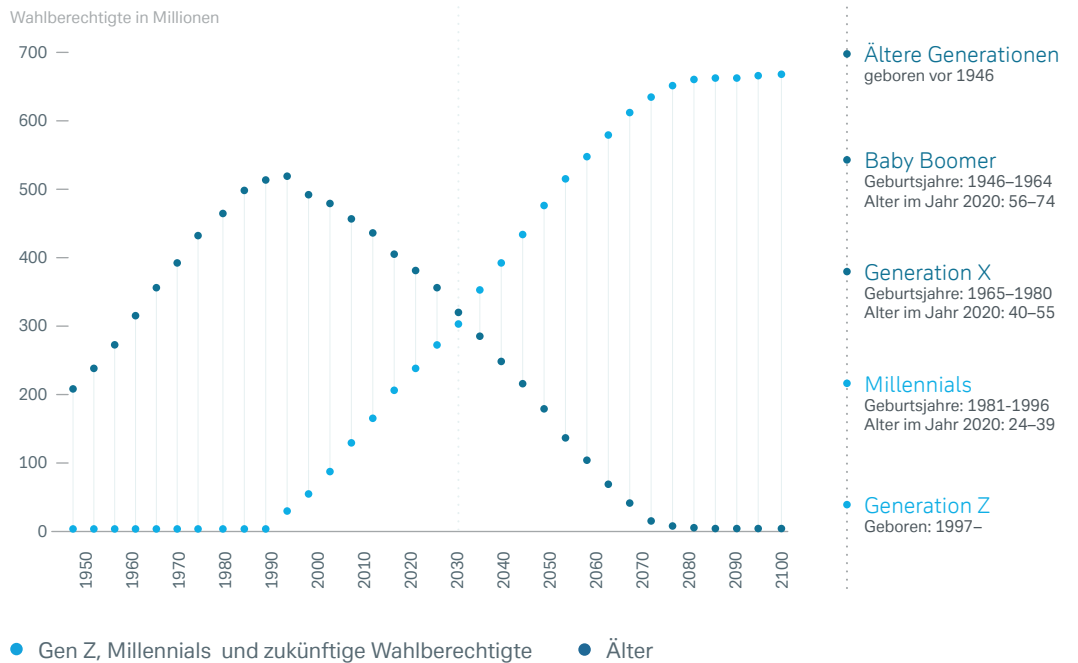


Abbildung 10: Der Stimmenanteil unterschiedlicher Altersgruppen verschiebt sich im Laufe der Zeit

Quelle: Vereinte Nationen, Deutsche Bank AG. Die Abbildung zeigt zum 1. Dezember jeweils den Gesamtanteil für Millennials, Generation Z und zukünftige Wahlberechtigte im Vergleich mit den vor 1981 geborenen Wahlberechtigten. Die Definitionen der Altersgruppen finden Sie rechts neben der Abbildung.



Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen sind kein zuverlässiger Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Alle erforderlichen Angaben und Risikohinweise finden Sie am Ende dieses Dokuments. Erstellt im Dezember 2020.

## Ergebnis Nr. 4: Schuldenexplosion

---

Eine expansive Fiskalpolitik und steigende Haushaltsdefizite haben einen bereits bestehenden Trend verstärkt. Dieses Argument haben wir bereits in einem früheren, im Jahr 2019 veröffentlichten Bericht („Spitzenverschuldung“: Tragfähigkeit und Folgen für Investments) vorgetragen.

Was bedeutet das nun alles für die Anlageklasse der festverzinslichen Wertpapiere? Die ansteigenden Schuldenberge haben die Finanzmärkte bislang noch nicht verunsichert, denn es gibt noch immer Anleger, die bereitwillig Staatsanleihen kaufen möchten, doch die Sorgen könnten zunehmen. Dafür gibt es mehrere Gründe. Die im Jahr 2020 infolge des Abschwungs aufgrund des Coronavirus aufgenommenen Schulden ersetzen im Grunde die wegbrechenden Einnahmen – sie wurden nicht dem Keynesianischen Prinzip zufolge investiert, um ein schnelleres Wachstum zu erzielen. Und die Hoffnungen, dass die Volkswirtschaften durch Wachstum aus dem Schuldenberg herauswachsen könnten – was der übliche Weg ist –, könnten durch die Befürchtungen hinsichtlich einer restriktiven Fiskalpolitik und die ausbleibenden Produktivitätssteigerungen so lange einen Dämpfer erhalten, bis der Nutzen aus auf den Technologiesektor konzentrierten Investments (z. B. Künstliche Intelligenz und 5G, zwei unserer zentralen Investmentthemen) sich allmählich bemerkbar macht. Es erscheint zudem unwahrscheinlich, dass die Inflation für nennenswerte Erleichterung sorgen wird. Indessen könnten Länder (wie es in Japan der Fall war) einem zunehmenden demografischen Druck ausgesetzt sein, wodurch das Schuldenniveau weiter ansteigt. Letztendlich könnten sich auf den Märkten Sorgen breitmachen, dass die Renditen von Staatsanleihen 2021 substantiell steigen, selbst wenn der langfristige Ausblick auf die Renditen noch für längere Zeit niedrig bleiben wird, woraus sich vielerlei Konsequenzen für alle Anlageklassen ergeben. Zu den nennenswerten Folgen gehört die Finanzrepression (d. h. negative reale Renditen).

---

Die steigenden Haushaltsdefizite haben den bestehenden Trend der Schuldenzunahme verstärkt. Die Märkte scheinen derzeit hinsichtlich solcher Kreditaufnahmen nicht besonders besorgt zu sein, sehen Sie diese entspannte Haltung jedoch nicht als selbstverständlich an.

---

Folge #3 Die politische Volkswirtschaft: Ein Blick in "4D"

### Konsequenzen:

- Die Magie der Geldpolitik hält weiter an und wird durch Fiskalpolitik ergänzt.
- Finanzrepression.
- Hohe Schuldenstände führen zu einer neuen Steuerdebatte.

## Folge #4

# Die neue Weltordnung: Gewinner und Verlierer

Eine neue Weltordnung wird zu zahlreichen Änderungen führen. Einerseits wie Einzelpersonen und Unternehmen Geschäfte tätigen. Andererseits wie Politiker in einem neuem internationalen Umfeld operieren.

Der unmittelbare globale Konjunkturausblick hängt in hohem Maße davon ab, wie schnell Impfstoffe hergestellt und verabreicht werden können. Wir gehen davon aus, dass in den Industrieländern nach einer Impfstoffverabreichung an vulnerable und systemrelevante Gruppen im ersten Quartal 2021 Massenimpfungen im zweiten Quartal stattfinden werden. Durch Impfungen sollte die Notwendigkeit für weitere breite Lockdowns entfallen, zumindest ab Mitte 2021. Der aufgestaute Nachholbedarf beim Konsum sowie hohe Sparquoten dürften die konjunkturelle Erholung ankurbeln, wenngleich es wahrscheinlich ist, dass sie zumindest zu Beginn unkorreliert zwischen den einzelnen Volkswirtschaften verlaufen wird.

Nach den wirtschaftlichen Einbrüchen im Jahr 2020 werden die BIP-Wachstumsraten 2021 wieder positiv sein. Die Prognosen finden Sie auf Seite 27, die genauen Zahlen sind jedoch weniger wichtig als die strukturellen Veränderungen, die diesen unterliegen. Zwei Fragen bleiben besonders relevant. Erstens: Wie langfristig werden die Schäden im Zusammenhang mit COVID-19 spürbar sein? Zweitens: Wie wird sich die Pandemie auf die relative konjunkturelle Stärke der Volkswirtschaften auswirken?

Die langfristigen Auswirkungen der Pandemie könnten möglicherweise weniger schwerwiegend sein als die der globalen Finanzkrise, da die aktuelle Krise von einem exogenen Schock (dem Virus) verursacht wurde, nicht aber durch interne wirtschaftliche Ungleichgewichte. Auch reagierten Fiskal- und Geldpolitik schneller als in der globalen Finanzkrise und verhinderten somit weitere und noch schlimmere Zweitrundeneffekte, beispielsweise durch die breite Einführung von Kurzarbeitergeld zur Sicherung der Beschäftigung. Dennoch sind wir der Auffassung, dass die USA bei der Produktionsleistung erst Ende 2021 oder Anfang 2022 wieder auf Vorkrisenniveau (Q4 2019) liegen könnten; die Eurozone wird wohl bis 2022 warten müssen.

## Ergebnis Nr. 1: Asien schreitet voran

---

Dagegen wird die chinesische Wirtschaft 2020 mit schätzungsweise 2,2 % wachsen; für 2021 gehen die Prognosen von einem Plus von mehr als 8 % aus. Viele andere asiatische Volkswirtschaften haben sich ebenfalls gut entwickelt, allerdings mit Ausnahme von Indien (BIP-Schrumpfung von schätzungsweise -9,5 % im Jahr 2020, erwartetes Wachstum 2021 von 10 %).

Der Aufstieg Asiens (in der Moderne) ist nichts Neues. Diese Entwicklung kann während der letzten mehr als vierzig Jahre zurückverfolgt werden, und zwar bis zum Beginn der Wirtschaftsreformen in China Ende der 1970er-Jahre, möglicherweise sogar noch weiter zurück in der Vergangenheit. Die Pandemie hat hier wie andernorts einen zugrunde liegenden Trend lediglich beschleunigt. Das Wachstum in China bei einem gleichzeitigen Konjunkturrückgang in den USA könnte möglicherweise dazu führen, dass das chinesische BIP das US-amerikanische früher als bisher erwartet übersteigt. China hat mit der Vereinbarung einer wichtigen Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP) bereits ein Ausrufezeichen Ende des Jahres 2020 gesetzt. Die formelle Verabschiedung seines nächsten 5-Jahres-Plans im März 2021 wird dem Land eine weitere Gelegenheit geben, genau abzustecken, wohin das Land gehen möchte.

Diese langfristigen relativen Verschiebungen in der regionalen Wirtschaftskraft sind keine neue Entwicklung, sie haben sich in den letzten Jahrzehnten in unterschiedlichen Trends bezogen auf das Wachstum des Pro-Kopf-Einkommens offenbart (Abbildung 11). Doch auch kurzfristige relative Veränderungen zeigen Wirkung. Eine schnellere konjunkturelle Erholung in Asien hat unmittelbar Auswirkungen auf die Entwicklung von Unternehmen aus Schwellenländern, bei denen anders als bei den Unternehmen aus Industrieländern die Schätzungen des Gewinns je Aktie bereits nahe an das Vorkrisenniveau heranreichen (siehe Abbildung 12). Das ist ein weiteres Argument für Aktien und Anleihen aus Schwellenländern im Jahr 2021, und auch langfristig betrachtet kann die Bedeutung der Schwellenmärkte nicht länger außer Acht gelassen werden.

Abbildung 11: Wachstum des Pro-Kopf-Einkommens in den vergangenen zwei Jahrzehnten: China an der Spitze

Quelle: IWF, Deutsche Bank AG. Daten per 2019. Stand: 1. Dezember 2020.

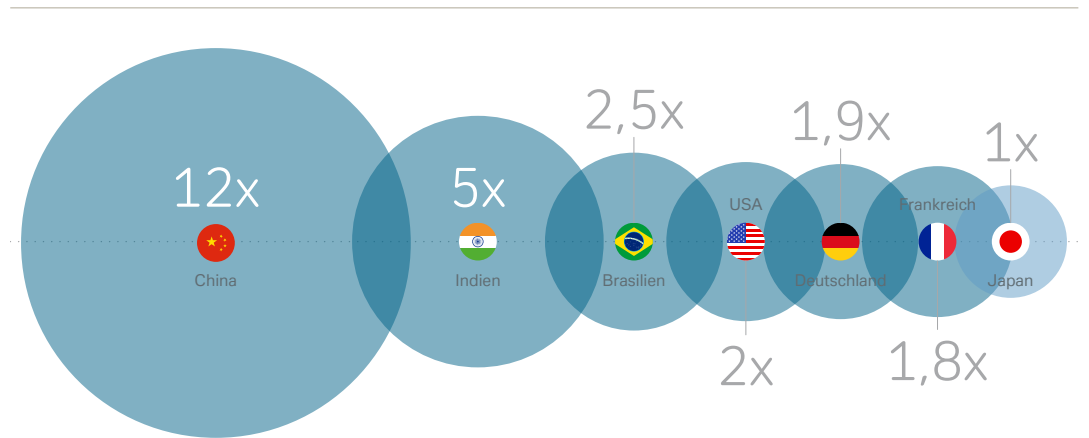
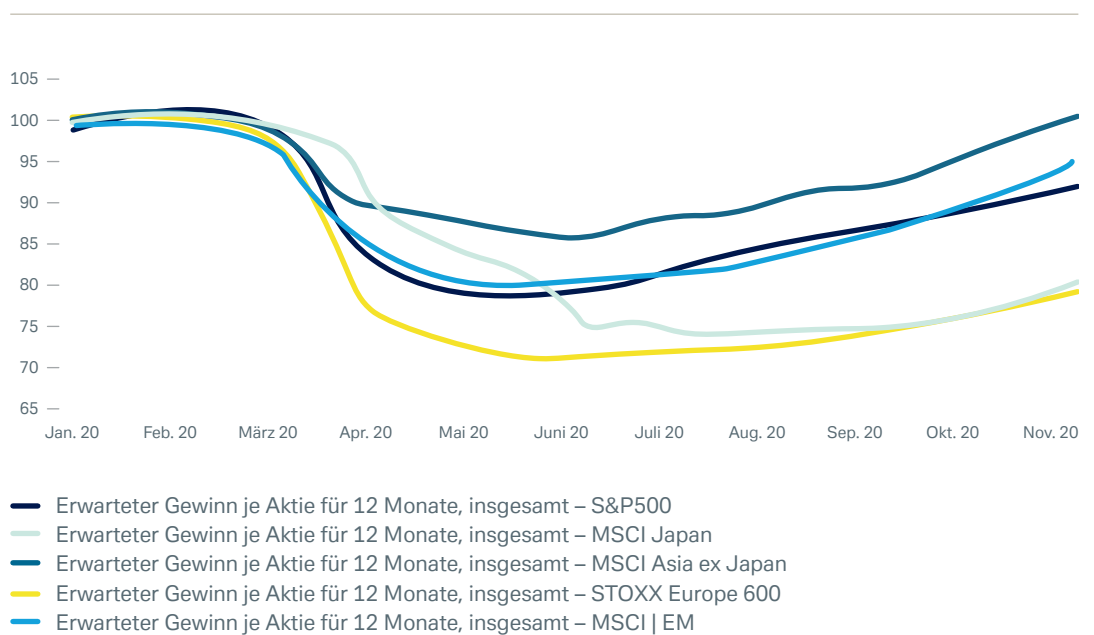


Abbildung 12: Gewinne je Aktie in 2020 Asien weniger stark eingebrochen und schneller erholt

Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Stand: 1. Dezember 2020. Indexiert, sodass 31. Dezember 2019 = 100.



## Ergebnis Nr. 2: Divergenz der entwickelten Welt

Dagegen müssen viele Industrieländer mit Beginn des Jahres 2021 vieles unter Beweis stellen.

Der Ausgang der **US-Wahlen** wird vielerlei Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum haben. Ein fiskalpolitisches Konjunkturpaket, in welcher Form auch immer, erscheint wahrscheinlich, und die Stichwahlen für den Senat im US-Bundesstaat Georgia am 5. Januar werden den Ausgangspunkt für die politische Agenda bilden (da sich entscheiden wird, welche Partei den Senat kontrolliert). Wir sind der Ansicht, dass der Druck auf Steuererhöhungen nicht nachlassen wird. Steuererhöhungen wird der Senat möglicherweise durchaus zustimmen, doch die Änderung der geldpolitischen Ziele der Fed wird für eine unterstützende Geldpolitik auf absehbare Zeit sorgen. Ferner haben sich die USA in der Vergangenheit schon immer gut aus Krisen befreien können.

Langfristig betrachtet wird der flexible und dynamische Charakter der US-Wirtschaft sich auch weiterhin positiv auf ihre Erholung auswirken. Während der Schwerpunkt auf dem Kampf zwischen China und den USA um den Platz der weltweit führenden Wirtschaftsmacht liegen wird, lohnt es sich, auch mögliche Divergenzen zwischen anderen großen Industrieländern unter die Lupe zu nehmen.

Der Ausblick für die Eurozone sieht ganz sicher problematisch aus. Der geplante europäische Rettungsfonds sollte, sofern er ab 2021 in Kraft tritt, dazu beitragen, die Unterschiede zwischen den einzelnen innereuropäischen Regionen bis zu einem gewissen Grad abzumildern, und er unterstreicht das Potenzial für eine europäische Integration. Ein ungeordnetes Ende der Brexit-Übergangsphase erscheint jedoch nach wie vor möglich und zeigt wie disruptiv Zentrifugalkräfte sein können. **Divergenzen** zwischen und innerhalb von Ländern der Eurozone stellen nach wie vor jedoch ein echtes Problem dar; Gleiches gilt für die Schuldenstände (für einige Länder). Der Rettungsfonds wird von vielen als wichtiger „Game-Changer“ bezeichnet, da die Zuwendungen aus diesem Fonds als entscheidender Schritt weg von den Sparmaßnahmen und hin zu Solidarität gesehen werden. Es ist jedoch weiter unklar, wie das Divergenzproblem ohne einen weiteren externen Schock umfassend behoben werden soll. Die aktuellen Misstöne zwischen einigen osteuropäischen Ländern und den übrigen EU-Mitgliedern könnten ein Vorgeschmack auf die bevorstehenden Schwierigkeiten sein. Langfristig gesehen muss die EU eine Antwort auf diese wichtige Frage finden, ebenso wie auf Auswirkungen der zugrunde liegenden demografischen Entwicklung einer alternden Bevölkerung (im Gegensatz zu den USA). Anzeichen für einen Fortschritt könnten jedoch aus dem Bereich der Digitalisierung kommen: Vielleicht kommt es zu einer Entscheidung der Aufnahme eines Pilotprojektes für einen digitalen Euro im Rahmen der Strategieüberprüfung der EZB, die für Mitte des Jahres vorgesehen ist.

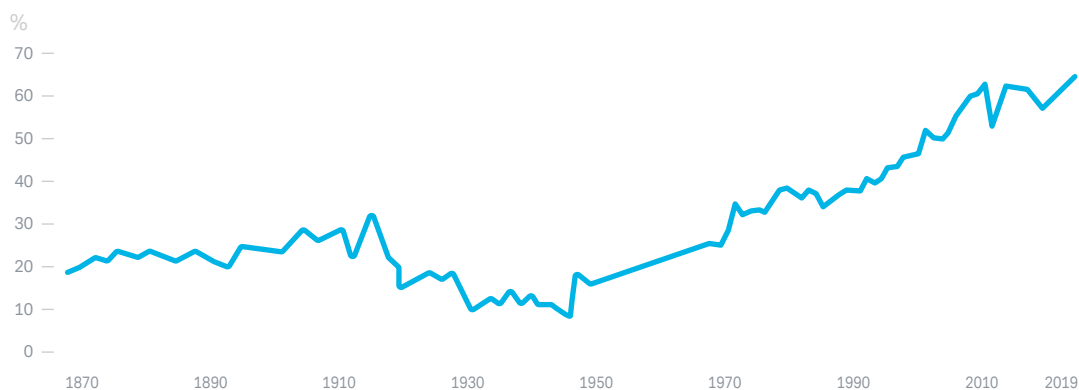
### Ergebnis Nr. 3: Multilateral wird regional

Zu Beginn der Corona-Krise wurde viel über die massiven Störungen in den globalen Lieferketten gesprochen. Tatsächlich fielen die Störungen geringer aus, als viele befürchtet hatten. Die Diskussionen rund um eine Deglobalisierung sind möglicherweise überzogen. Es hat jedoch subtilere Veränderungen gegeben. Beispielsweise haben Unternehmen ihre Lieferketten überdacht und greifen nun häufiger auf lokale Partner zurück. (Der Brexit könnte ebenfalls zu einem gewissen Umdenken geführt haben, wenngleich in einem viel geringeren Ausmaß).

Das globale Handelswachstum war bereits vor 2020 außer Puste gekommen (Abbildung 13) und der Handelsstreit zwischen den USA und China eskalierte schon vor der Pandemie. Neu sind jedoch die zunehmenden regionalen Vereinbarungen ganz ohne Einbindung der USA.

#### Abbildung 13: Hat der Welthandel relativ zum globalen BIP seinen Höchststand erreicht?

Quelle: World Bank, Klasing und Milionis (2014), Deutsche Bank AG. Stand: 1. Dezember 2020.



Die Unterzeichnung eines Abkommens über die Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP) zwischen China und 14 anderen Ländern in Asien und Australasien im November 2020 veranschaulicht diesen Trend. Die RCEP (die nach acht Jahre andauernden Verhandlungen vereinbart wurde) verspricht eine Verbesserung der Handelsbeziehungen in der Region, hauptsächlich durch die massive Senkung (oder gar Abschaffung) von Zöllen, wenngleich bislang wenig Informationen zu Zeitrahmen und anderen Daten veröffentlicht wurden.

Wir rechnen nicht damit, dass der Übergang zu einem regional orientierten System (hier oder andernorts) schnell oder problemlos verläuft. Die Handelspartner könnten sich über Kleinigkeiten zerstreiten und es wird berechnete Sorgen über die dominante Rolle Chinas innerhalb der RCEP und der Region im Allgemeinen geben. So hat Indien vorgeschlagen, dass Unternehmen eine sogenannte „China +1“-Strategie für Lieferanten verfolgen sollten. Die Digitalisierung geht ferner mit neuen Problembereichen in Handels- oder sonstigen Beziehungen einher (z. B. im Zusammenhang mit Arzneimitteln): Cybersicherheit ist eines unserer zentralen Investmentthemen (Seite 23).

Nach wie vor sind gut funktionierende multilaterale globale Rahmenbedingungen vonnöten. Die Gefahr von Handelskonflikten zwischen (oder innerhalb von) Regionen bleibt bestehen. Zudem bietet die Ausweitung einer auf den Kauf heimischer Produkte drängenden Politik, wie dies zuletzt vom gewählten US-Präsidenten Biden und anderen befürwortet wurde, möglicherweise Anlass zur Sorge. Viel wichtiger ist jedoch, dass weiterhin ein multilateraler Ansatz erforderlich sein wird, um die Schwierigkeiten, die mit den Themen Umweltschutz, Biodiversität und Klimawandel verbunden sind, anzugehen. Und diese Themen sind für unsere zentralen Anlagethemen bezogen auf ESG, Ressourcenschonung und Blue Economy relevant.

## Ergebnis Nr. 4: Neuerfinden von Währungen

---

Außerdem konnten wir eine Veränderung in der wahrgenommenen Währungsdynamik beobachten. Währungen werden normalerweise als von mehreren Faktoren beeinflusst eingestuft. Dabei kann es sich um kurzfristige (z. B. Zinsgefälle) und langfristige (z. B. relatives Wirtschaftswachstum) Faktoren handeln. Die Corona-Pandemie hat diese Wahrnehmung im Jahr 2020 verändert. Ab März waren die meisten wichtigen Währungspaare überwiegend von der allgemeinen Marktstimmung getrieben. Als die Märkte zum Beispiel wegen der zunehmenden Befürchtungen rund um das Coronavirus sich risikoarmen Anlagen zuwendeten, erhöhte sich die Nachfrage nach dem US-Dollar als sichere Währung, was – trotz einer schwächelnden US-Konjunktur und der äußerst expansiven Politik der Fed – zu einer Aufwertung der Währung führte.

Wird eine Rückkehr zu einem normaleren wirtschaftlichen Umfeld und einer stabilen risikofreudigen Stimmung diese Trends umkehren und den US-Dollar schwächen? Eine dramatische Verschiebung erwarten wir hier nicht. Eine Rückkehr zu einem normaleren operativen Umfeld könnte den Zusammenhang zwischen der allgemeinen Marktstimmung und Wechselkursveränderungen aufweichen, und vielleicht könnte das wichtigste Währungspaar – US-Dollar gegenüber dem Euro – schlussendlich auch von einer Schwäche des Euros getrieben werden, wenn die politischen Probleme Europas nicht gelöst werden. Unsere Prognose für das Jahresende 2021 setzen wir für das Währungspaar EUR/USD mit 1,15 fest; dies impliziert einen stärkeren US-Dollar als noch im Dezember 2020.

Die anderen langfristigen Währungstrends sind möglicherweise tiefgreifender. Hier sind als Beispiel die Entwicklungen in der langfristigen Internationalisierung des CNY anzuführen, wobei die Währung in manchen Ländern mit umfangreichen Verbindungen zu China vielleicht zu einer wichtigeren Reservewährung werden könnte. Die Digitalisierung in Form von digitalem Zentralbankgeld könnte ebenfalls im Jahr 2021 und danach Auswirkungen auf die globalen Devisenmärkte haben.

Weitere Einzelheiten sind unserem im Jahr 2020 veröffentlichten Bericht „Digitales Zentralbankgeld – Geld erfindet sich neu“ zu entnehmen.

Folge #4 Die neue Weltordnung: Gewinner und Verlierer

## Konsequenzen:

- Die globale Wirtschaftsführerschaft dürfte sich langfristig wandeln.
- Digitalisierung könnte den Umgang mit Währungen verändern.
- Strategische Assetallokation (SAA) bleibt ein Schlüsselthema.

Box 1

## Strategische Assetallokation in einer sich ändernden Welt

Wir wissen, dass eine effektive strategische Assetallokation (SAA) die Masse der Portfoliorenditen ausmacht. Die richtige Umsetzung ist in einer Welt, die sowohl von temporären als auch von strukturellen Veränderungen im Wert der Kapitalanlagen geprägt ist, besonders wichtig.

Die drastischen Marktbewegungen im Jahr 2020 haben zwei Dinge aufgezeigt. Zunächst einmal unterstrichen sie den Standpunkt, dass es schwierig ist, Markt-Timing immer richtig einzusetzen – und dass eine fehlerhafte Umsetzung für die Portfolio-Performance sehr teuer werden könnte. Es ist ein strategischer Ansatz erforderlich. Zweitens zeigten die Wechselwirkungen bei den Preisen von Kapitalanlagen im Jahr 2020, dass eine einfache und sehr statische Diversifizierung keinen Schutz gegen Marktentwicklungen darstellen kann. Dies zeigte sich in der globalen Finanzkrise, als die Preise von mehreren Anlageklassen gleichzeitig einbrachen. Es ist also ein besser durchdachter Ansatz zur Diversifizierung vonnöten.

Unserer Ansicht nach muss jede strategische Assetallokation berücksichtigen, dass die Beziehungen unter den Anlageklassen sich verändern und dass die Stärke und die Sicherheit bezüglich bestimmter Beziehungen größer sind als bei anderen. Eine strategische Assetallokation in Zeiten des Wandels muss wohl eine etwas höhere theoretische zukünftige Performance gegen eine etwas niedrigere Performance eintauschen – mit einem aber deutlich sichereren Ergebnis. Es könnte zudem sinnvoll sein, die strategische Assetallokation um eine zusätzliche Komponente zu ergänzen, die wir Risk Return Engineering nennen.

## Folge #5

# Zentrale Investmentthemen: ESG im Fokus

Ein sich rapide veränderndes externes Umfeld unterstreicht den Nutzen, nach zentralen Anlagethemen zu suchen, da Investoren nach Indikatoren für langfristige Trends Ausschau halten.

Abbildung 14: Unsere zentralen Investmentthemen: das TEDS-Dreieck

Quelle: Deutsche Bank AG. Stand: 1. Dezember 2020.



Abbildung 14 zeigt, dass unsere **zentralen Investmentthemen** innerhalb der drei Dimensionen Technologie, demografische Entwicklung und dem Konzept „Die Welt, in der wir leben, aufrechterhalten“ (Technology, Demographics, Sustainability – sustaining the world we live in – kurz: TEDS-Dreieck) miteinander verglichen werden können. Die Pandemie im Jahr 2020 hat die Bedeutung jeder dieser Dimensionen wieder unterstrichen. Technologie spielt in vielen Sektoren und in unserem Alltag – vom Gesundheitswesen bis hin zum Homeoffice – eine immer größer werdende Rolle. Außerdem sind sich die Investoren zunehmend auch der demografischen Entwicklungen bewusst, was sich wahrscheinlich verstärkt auf die Prioritäten von Unternehmen und Regierungen (und somit auf Ausgabe- und Investitionsentscheidungen) auswirken wird. Indessen hat sich mit dem steigenden Interesse am Thema Nachhaltigkeit ein weiterer bereits bestehender Trend durch die Krise beschleunigt. Von den in Abbildung 14 genannten zehn zentralen Anlagethemen könnten sich unserer Auffassung nach Cybersicherheit, 5G, Gesundheitswesen, Millennials, Ressourcenschonung und die Blue Economy für 2021 als besonders interessant erweisen.



Unsere zehn Themen lassen sich wie folgt zusammenfassen:

## Technologie

- **Cybersicherheit** ist eine Voraussetzung in einer globalisierten Welt, beispielsweise zum Schutz kritischer Infrastruktur, vernetzter Mobilitätssysteme und digitaler Gesundheitssysteme als Reaktion auf die angespannte Pandemielage. Im neuen, immer stärker digitalisierten Arbeitsumfeld ist Cybersicherheit für Unternehmen, Einzelpersonen und Regierungen von wesentlicher Bedeutung.
- Bei **intelligenter Mobilität** geht es um weit mehr als autonomes Fahren, damit Verkehrsmanagement und Infrastruktur in Einklang gebracht werden. Es handelt sich um eine unvermeidliche Reaktion auf das gestiegene Verkehrsaufkommen und die sich ändernden Muster für das Leben in städtischen Gebieten. Infolgedessen wirkt sich intelligente Mobilität nicht nur auf die Autobranche und ihre Zulieferindustrien aus, sondern auch auf die Energiebereitstellung und andere Sektoren.
- **Künstliche Intelligenz** beinhaltet die Aufgabe, auf intelligente Weise repetitive Arbeiten zu automatisieren und menschliche Handlungen/Präferenzen vorauszuahnen. Dieser Problemlösungsansatz, der auf einer disziplinierten Herangehensweise basiert, schafft vielfache Anlagechancen. Künstliche Intelligenz wirkt sich auf viele Sektoren aus, unter anderem auf den Bereich Intelligente Mobilität.
- **5G** wird nicht nur dazu beitragen, dass wir effektiver arbeiten und miteinander kommunizieren können, sondern in vielen Bereichen – darunter Gesundheitswesen, Automobilsektor, Einzelhandel, Bildung und Unterhaltung – auch die Nutzung von „Big Data“ und die industrielle Produktivität steigern können. Die Kapazitäten gehen deshalb viel weiter als bei früheren „Netzwerkgenerationen“ und erstrecken sich auf neue Industrien und Anwendungsfälle.

## Demografische Trends

- Die **Infrastruktur** ist ein wesentlicher Treiber des langfristigen Wachstums sowie ein Mittel für unmittelbar wirkende Konjunkturmaßnahmen im Zuge des Wiederaufbaus. Die Infrastruktur muss geänderten Lebens- und Arbeitsmustern Rechnung tragen und wird über eine wichtige ökologische Komponente verfügen. Zur Infrastruktur gehören viele Komponenten, unter anderem Straßen- und Schienennetze, Strom- und Wasserversorgung, Schulen und vieles mehr. Die Infrastruktur gestaltet die Welt, in der wir morgen leben.
- Die Corona-Krise hat gezeigt, dass das **Gesundheitswesen** eine eminent wichtige Komponente der Gesellschaft ist. Eine alternde Bevölkerung braucht verlässliche Gesundheitssysteme. Durch den zunehmenden Bedarf und innovative Behandlungsmethoden werden sicher vielfältige Anlagechancen entstehen.
- **Millennials** (Menschen, die in den 1980ern und 1990ern geboren wurden) haben ein anderes Konsumverhalten als ältere Bevölkerungsgruppen und haben die Entwicklung hin zu einer digitalen Wirtschaft und zur sogenannten Sharing Economy beschleunigt. Nach und nach hat sich die relative wirtschaftliche und politische Bedeutung dieser Bevölkerungsgruppe erhöht. Das Investitions- und Ausgabeverhalten der Millennials wird sowohl die wirtschaftliche als auch die politische Entwicklung beeinflussen.

## Die Welt, in der wir leben, aufrechterhalten

- Das Volumen von **ESG-Anlagen** (Umwelt, Soziales, Governance) ist angesichts der zunehmenden Erkenntnis, vor welchen Herausforderungen wir stehen, generell angestiegen. Staatliche Maßnahmen haben das Interesse der Anleger ergänzt, wobei die jüngeren Generationen die treibenden Kräfte waren.

- Ein Schlüsselaspekt in einer Welt, die von steigenden Bevölkerungszahlen und zunehmendem Wohlstand geprägt ist, ist die **Ressourcenschonung** (d. h. die Verwaltung, Nutzung und Erhaltung knapper Ressourcen). Die immer größer werdende Bevölkerungsgruppe der Mittelschicht sowie die Urbanisierung sind mit Herausforderungen verbunden, denen sich Kapitalanlagen stellen müssen. Eine strengere Regulierung durch die Behörden und die Betonung der „Ökologisierung“ des Abfallsektors (gemäß den Grundsätzen der Verwertung, des Recycling, der Weiterverwendung und der Reduzierung) ist bereits absehbar und sollte zu höheren Investitionen führen.
- Unter dem Stichwort **Blue Economy** versteht man die effektive Verwaltung der Wasservorkommen der Erde, was für den Erhalt von Biodiversität und zur Begrenzung des Klimawandels entscheidend ist. Finanzierungsmodelle ändern sich, und die Technologie verschafft uns ein größeres Verständnis, wie diese Modelle funktionieren.

### Box 2

## Neue zentrale Anlagethemen: Blue Economy

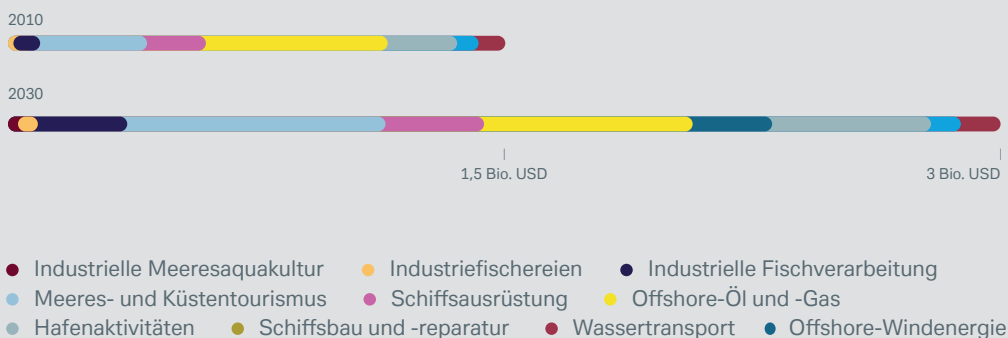
Die Blue Economy, unter der Aktivitäten in den Ozeanen, Küstenregionen und Süßwassergebieten zusammengefasst werden, ist komplex und wird meist nicht in ihrer Gänze verstanden. Schätzungen zufolge generiert die Blue Economy eine Wirtschaftsleistung im Wert von rund 2,5 Billionen US-Dollar pro Jahr; dieser Wert wird voraussichtlich steigen.

Die „Blue Economy“ steht vor verschiedenen Herausforderungen, einige davon sind regional begrenzt, andere hingegen eher allgemeiner oder existenzieller Natur – z. B. die Erwärmung der Meere und die Auswirkungen, die dieser Vorgang auf die Beschleunigung des Klimawandels haben kann. Die Regelungen zur Meeresbewirtschaftung sind uneinheitlich und leiden unter der „Tragik der Allmende“ (wenn Handlungen Einzelner die Situation für die Gemeinschaft verschlimmern). Auch Finanzierungssysteme sind wenig entwickelt. Die aktuellen Herausforderungen im Bereich der Kapitalanlagen beinhalten das hohe Gewicht staatlicher Investitionen und eine fehlende Abstimmung bei Steuern, Subventionen und anderen wirtschaftlichen Anreizen.

Wir stellen aber derzeit innovativere Finanzierungsmodelle für eine Investition in die Blue Economy fest. Die Technologie wird wahrscheinlich eine immer größere Rolle spielen, nicht zuletzt durch die Bereitstellung von Daten. Dadurch lässt sich besser nachvollziehen, wie komplex Meeresbeziehungen sind und wie Unternehmen und Umwelt miteinander harmonisieren können. Dies erfolgt voraussichtlich durch Neuausrichtung bestehender Meeresindustrien sowie durch den Aufbau neuer Industrien (Abbildung 15). Das ist ein Bereich, in dem umweltbewusste Investoren wirklich etwas bewegen können.

### Abbildung 15: Erwartete Beiträge zur Wirtschaftsleistung der Blue Economy

Quelle: OECD, Niehörster und Murnane (2018), Deutsche Bank AG. Stand: 1. Dezember 2020.



## Anhang 1

# Unsere Anlageklasseneinschätzung für 2021 im Überblick (1/2)

Viele der langfristigen Entwicklungen, die wir in diesem Bericht beschreiben, werden sich im Jahr 2021 entwickeln und das Investmentumfeld im kommenden Jahr bestimmen. Die über einen längeren Zeitraum noch niedrig bleibenden Renditen sowie eine nicht korrelierte Konjunkturerholung (mit Asien als erstes Land, das die Krise hinter sich gelassen hat; „first in, first out“) gehören zu den wichtigen Triebfedern für unsere nachstehend zusammengefassten Einschätzungen der Kapitalmärkte.



**Staatsanleihen: nicht übergewichten.** Es wird mit einem leichten Anstieg der US-Renditen gerechnet, aber das Risiko eines steileren Anstiegs beeinträchtigt Kapitalanlagen. Die andernorts (z. B. Deutschland, Japan) sehr niedrigen oder negativen Renditen schränken das Gewinnpotenzial ein und die Rolle im Portfolio zur Diversifizierung ist begrenzt. **Prognosen für Ende Dezember 2021:** 10-jährige US-Staatsanleihen 1,00 %, 10-jährige japanische Staatsanleihen 0,0%, 10-jährige Bundesanleihen -0,50 %.



**Investment Grade: begrenzte Gewinne.** Die Risikoaufschläge sind inzwischen deutlich zurückgegangen, könnten jedoch aufgrund günstiger technischer Rahmenbedingungen – unter anderem die Wahrscheinlichkeit eines deutlich niedrigeren Angebots im Jahr 2021 nach der Flut im Jahr 2020 – noch etwas weiter sinken. Doch die angebotenen Renditen sind niedrig oder gar negativ und die anhaltende Unterstützung durch die Zentralbank ist nicht für immer und ewig garantiert. **Prognosen für Renditeaufschläge für Ende Dezember 2021:** USD IG (BarCap U.S. Credit) 90 Bp, EUR IG (iBoxx EUR Corp) 85 Bp.



**High Yield: selektive Chancen.** Die hohe Liquidität von den Zentralbanken bietet zumindest einstweilen Unterstützung, der hohe Carry ist attraktiv und die Sorgen um Ausfälle haben sich nicht vollständig bewahrheitet. Es bestehen jedoch nach wie vor Gründe für eine vorsichtige Herangehensweise bei einigen vom Coronavirus betroffenen Industrien. **Prognosen für Renditeaufschläge für Ende Dezember 2021:** USD HY (Barclays U.S. HY) 370 Bp, EUR HY (ML EUR Non-Financials) 380 Bp.



**Schwellenländeranleihen in Hartwährungen: interessant.** Staatsanleihen sind auf selektiver Basis interessant, doch Unternehmensanleihen aus Schwellenländern könnten aus drei Gründen interessanter sein: niedrigeres Durationsrisiko, breitere Indizes (vereinfacht die Diversifizierung) und die Fähigkeit von Unternehmen, vom Wiederaufleben des globalen Handels und der regionalen Handelsabkommen, vor allem in Asien, zu profitieren. **Prognosen für Renditeaufschläge für Ende Dezember 2021:** Schwellenländer-Staatsanleihen (EMBIG Div) 350 Bp, Schwellenländer-Unternehmensanleihen (CEMBI Broad) 320 Bp.



**US-Aktien: weiterer Spielraum.** Weitere Gewinne sind wahrscheinlich, aber volatil. Nach wie vor niedrige Zinsen und hohe Liquiditätsunterstützung; eine Gewichtung von Technologie ist weiterhin ein Vorteil. Bewertungen sind durch den Gewinneinbruch im Jahr 2020 und die schwelenden Unsicherheiten hinsichtlich der Frage, wie schnell sich die Gewinne 2021 erholen werden, erhöht. **S&P 500-Prognose für Ende Dezember 2021: 3.800 Punkte.**

## Anhang 1

# Unsere Anlageklasseneinschätzung für 2021 im Überblick (2/2)



**Europäische Aktien: ein schwerer Kampf.** Die Erholung der Gewinne könnte durch die schleppende Erholung von der Corona-Pandemie in Europa gebremst werden. Die EZB greift weiter unterstützend ein, doch mehrere politische Risiken bleiben bestehen. Die Ertragskraft der europäischen Unternehmen wird sich erst im Jahr 2023 vollständig erholt haben. In der Zwischenzeit lässt die weniger günstige Sektorzusammensetzung und die zögerlichen Aufwärtskorrekturen auf einen anhaltenden Abschlag gegenüber den Bewertungsmultiplikatoren in den USA schließen. **Prognose für den Euro Stoxx 50 Index Ende Dezember 2021: 3.500 Punkte; Stoxx Europe 600: 400 Punkte.**



**Japanische Aktien: Anlass zur Hoffnung.** Unternehmen werden nach wie vor durch starke Bilanzen, eine niedrige Verschuldung und die lockere Geldpolitik der BoJ unterstützt. Die Suga-Regierung wird auch höhere Investitionen in Informations- und Kommunikationstechnik unterstützen. Doch die exportorientierten Unternehmen müssen weiterhin mit einem schwierigen externen Umfeld zurechtkommen. Die Bewertungsabschläge auf den S&P 500 bewegen sich in einer Seitwärtsspanne. **Prognose für den MSCI Japan Index Ende Dezember 2021: 1.100.**



**Schwellenländeraktien: positiv, vor allem bezüglich Asien.** China und die regionalen Handelspartner profitieren davon, als erste Region die Viruskrise hinter sich gelassen zu haben („first in, first out“), während Südkorea und Taiwan der hohe Technologieanteil zugutekommt. Auch die Unternehmensgewinne erholen sich in Asien schneller. Der regionale Vorteil dürfte als Teil einer langfristigen Verschiebung nach Asien aufrechterhalten werden. **Prognose für den MSCI Emerging Markets Index Ende Dezember 2021: 1.280.**



**Gold: keine Schönwetter-Anlage.** Der Preis wird wahrscheinlich durch den globalen Konjunkturaufschwung im Jahr 2021 unter Druck geraten, trotz der expansiven Geld- und Fiskalpolitik weltweit, die noch eine gewisse Unterstützung bietet. Die Rückschläge im Zuge der globalen Erholung und/oder die zunehmenden Hinweise auf Inflation könnten infolge höherer Investorennachfrage vorübergehend für einen Anstieg des Goldpreises sorgen, aber die USD-Schwäche könnte sich umkehren. Die negativen realen Renditen dürften den Goldpreis unterstützen. **Goldpreis-Prognose für Ende Dezember 2021: 2.100 USD/Unze.**



**Öl: begrenzte Preisanstiege.** Die globale Konjunkturerholung kurbelt allmählich die Nachfrage an, während die Bemühungen der OPEC+, die Angebotsseite zu begrenzen, nachlassen könnten, vor allem angesichts der Gefahr einer höheren Schieferölproduktion in den USA. Es ist eine anhaltende Produktionsdisziplin nötig, um den Vorratsbestand auf normalere historische Niveaus abzusenken und den Weg für eine nachhaltige Preiserholung zu bereiten. **Prognose für WTI-Öl für Ende Dezember 2021: 49 USD/ Fass.**

## Anhang 2

# Makroökonomische Prognosen

	Prognose für 2020	Prognose für 2021
<b>BIP-Wachstumsrate (%)</b>		
USA*	-4,4	4,0
Eurozone (davon)	-8,5	5,5
Deutschland	-6,0	4,5
Frankreich	-9,5	6,5
Italien	-10,0	5,0
Spanien	-12,0	6,5
Großbritannien	-10,0	4,5
Japan	-5,5	3,0
China	2,2	8,2
Indien	-9,5	10,0
Russland	-4,0	3,0
Brasilien	-5,5	2,5
Welt	-4,3	5,2
<b>Inflation (%)</b>		
USA*	1,6	1,8
Eurozone	0,3	1,0
Deutschland	0,4	1,2
Japan	0,0	0,2
China	2,9	2,0

\*In den USA beträgt das BIP-Wachstum Q4/Q4 -4,6 % (2020) bzw. 5,0 % (2021). Als Kennzahl wird die PCE-Kerninflation („core PCE“) Dez. bis Dez. herangezogen – der Durchschnittswert beträgt 1,4 % (2020) bzw. 1,7 % (2021). Die PCE-Gesamtinflation („headline PCE“) (Dez./Dez.) beträgt 1,5 % (2020) bzw. 1,9 % (2021) – der Durchschnittswert beträgt 1,3 % (2020) bzw. 1,6 % (2021). Quelle: Deutsche Bank AG. Stand: 12. November 2020.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen sind kein zuverlässiger Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Alle erforderlichen Angaben und Risikohinweise finden Sie am Ende dieses Dokuments. Erstellt im Dezember 2020.

## Anhang 2

# Anlageklassen-Prognosen

Prognosen für Anlageklassen für Ende 2021		Wechselkursprognosen für Ende 2021	
2-jährige US-Staatsanleihen	0,25 %	EUR vs. USD	1,15
10-jährige US-Staatsanleihen	1,00 %	USD vs. JPY	105
30-jährige US-Staatsanleihen	1,75 %	EUR vs. JPY	120
USD Investment-Grade-Anleihen (BarCap U.S. Credit)	90 Bp	EUR vs. GBP	0,90
USD Hochzinsanleihen (Barclays U.S. HY)	370 Bp	GBP vs. USD	1,27
2-jährige deutsche Schatzanleihen	-0,80 %	USD vs. CNY	6,80
10-jährige deutsche Bundesanleihen	-0,50 %	<b>Aktienindexprognosen für Ende 2021</b>	
30-jährige deutsche Bundesanleihen	-0,10 %	USA (S&P 500)	3.800
20-jährige britische Staatsanleihen (Gilts)	0,30 %	Deutschland (DAX)	14.000
EUR-Investment-Grade-Anleihen (iBox Eur Corp all)	85 Bp	Eurozone (Eurostoxx 50)	3.500
EUR-Hochzinsanleihen (ML Eur Non-Fin HY Constru.)	380 Bp	Europa (Stoxx600)	400
2-jährige japanische Staatsanleihen (JGB)	-0,10 %	Japan (MSCI Japan)	1.100
10-jährige japanische Staatsanleihen (JGB)	0,0 %	Schweiz (SMI)	10.900
Asiatische Unternehmensanleihen (JAGI)	300 Bp	Großbritannien (FTSE 100)	6.400
Schwellenländer-Staatsanleihen (EMBIG Div.)	350 Bp	Schwellenländer (MSCI EM)	1.280
Schwellenländer-Unternehmensanleihen (CEMBI Broad)	320 Bp	Asien ohne Japan (MSCI Asia ex Japan)	850
		Australien (MSCI Australia)	1.250
		<b>Rohstoffprognosen für Ende 2021</b>	
		Gold (USD/Unze)	2.100
		Öl (WTI, USD/ Fass)	49

Quelle: Deutsche Bank AG. Prognosen, Stand: 12. November 2020.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen sind kein zuverlässiger Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Alle erforderlichen Angaben und Risikohinweise finden Sie am Ende dieses Dokuments. Erstellt im Dezember 2020.

# Glossar

Die **Blue Economy** bezieht sich auf wirtschaftliche Aktivitäten in den Ozeanen, Küstenregionen und Süßwassergebieten.

**CNY** ist das Währungskürzel für den chinesischen Yuan.

Der **Verbraucherpreisindex (VPI)** misst den Preis eines Korbs an Produkten und Dienstleistungen, die sich an dem typischen Konsum eines privaten Haushaltes orientieren.

Die **Ziele von ESG-Geldanlagen** liegen in den Bereichen Umwelt, Gesellschaft und Corporate Governance.

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

**Fiskalpolitik** bezieht sich auf die Verwendung staatlicher Ausgaben und Einnahmen für allgemeine oder spezielle Ziele.

**Keynesianische** Ansätze versuchen, die Höhe der Gesamtnachfrage zur Beeinflussung der Wirtschaftsleistung einzusetzen.

Die **Liquiditätsfalle** ist eine Situation, bei der die Anleger in Zeiten niedriger oder negativer Zinsen es bevorzugen, liquide Mittel zu halten, was die Funktionsweise der Geldpolitik beeinträchtigt.

**Marshall, Alfred** (1842–1924) war ein englischer Volkswirt, der als einer der Begründer der neoklassischen Theorie gilt.

**Mega-Cap-Aktien** sind Unternehmen mit sehr hoher Marktkapitalisierung, weshalb sie für die Entwicklung von nach Marktkapitalisierung gewichteten Indizes sehr wichtig sind.

**Millennials** ist die Bezeichnung von Menschen, die in den 1980ern und 1990ern geboren wurden, wenngleich es auch anderslautende Definitionen gibt; der üblicherweise verwendete Zeithorizont ist 1981–1996.

Die Ziele der **Geldpolitik** werden traditionell durch Änderungen von Zinssätzen oder der Geldmenge erreicht.

**Morningstar** ist ein Unternehmen, das unabhängige Finanzforschung und -kennzahlen bietet.

Der **S&P 500 Index** enthält 500 führende US-Unternehmen, die etwa 80 % der verfügbaren US-Marktkapitalisierung ausmachen.

**Schumpeter, Josef** (1883–1950) war ein österreichischer Volkswirt, der sich mit Konjunkturzyklen und -entwicklung befasste.

Der **Stoxx Europe 600** enthält 600 Unternehmen aus 18 Ländern der Europäischen Union.

Beim Prozess einer **strategischen Assetallokation** werden bevorrechtigte Zuteilungen für Anlageklassen mittel- bis langfristig festgelegt.

## 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 Bahrains: 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 Bahrains 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 Bahrains nicht in Bahrain oder den Einwohnern Bahrains 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.

© 2020. Deutsche Bank AG. Alle Rechte vorbehalten.

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

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

