

Deutsche Bank  
Chief Investment Office



Outlook 2021

# CIO Insights



Tektonische verschuivingen  
Een nieuwe wereld na COVID-19





# Inhoud

Brief aan beleggers	p.2
<b>Impact #1: Ons dagelijks leven: geen terugkeer naar de status quo ante</b>	p.4
De groeiende rol van de overheid	
Meer aandacht voor ongelijkheid	
Herziening van de infrastructuur	
<b>Impact #2: Heruitvinding van de business: meer veranderingen op stapel</b>	p.7
Staatssteun houdt risico's in	
ESG – Meer dan ooit	
Technologie heeft nog een rol te spelen	
Winstherstel is de sleutel	
<b>Impact #3: De politieke economie vanuit verschillende perspectieven</b>	p.12
Monetaire magie verlengd?	
Inflatie en andere mogelijke beleidsbedreigingen	
Begrotingsbeleid onder druk	
Escalatie van schuld	
<b>Impact #4: De nieuwe wereldorde: winnaars en achterblijvers</b>	p.17
Azië gaat vooruit	
Divergentie in de ontwikkelde wereld?	
Internationaal gaat regionaal	
Munten heruitgevonden	
Strategische activa-allocatie in een veranderende wereld	
<b>Impact #5: Belangrijkste beleggingsthema's: inzoomen op ESG</b>	p.22
Onze centrale thema's	
Nieuw sleutelthema: de blauwe economie	
<b>Appendix 1: Samenvatting van onze visie op de activaklassen voor 2021</b>	p.25
<b>Appendix 2 Samenvatting van onze visie op de activaklassen voor 2021</b>	p.27

## Brief aan beleggers



Christian Nolting  
Global CIO

# Tektonische verschuivingen

Onze belangrijkste hoop voor 2021 is dat de coronaviruspandemie achter ons kan worden gelaten: vaccins lijken daar eindelijk een realistisch vooruitzicht op te bieden. Maar het debat over de beleidsreactie op de pandemie, en de sociale en economische gevolgen ervan zal waarschijnlijk nog enkele jaren voortduren. Historisch gezien duurt het vaak lang voordat grote crises volledig begrepen worden: academische economen maken nog steeds ruzie over de aanpak en de implicaties van de Grote Depressie, en dat negen decennia later.

Maar nu 2021 voor de deur staat, kunnen we niet wachten op een uitgebreide analyse. In plaats daarvan hebben we een initieel kader nodig om na te gaan wat de nasleep van het coronavirus zal betekenen voor de economische, sociale en beleggingsvooruitzichten.

Om dit te doen, hebben we deze outlook zo gestructureerd dat we vanuit vier verschillende invalshoeken aantonen wat de crisis heeft betekend. We kijken vanuit het perspectief van [individuen](#), [bedrijven](#), [de politieke economie](#) en [de algemene wereldorde](#).

Opvallend is dat de politieke, economische en beleggingsgevolgen van de pandemie vanuit elk van deze vier invalshoeken nogal verschillend lijken te zijn.

Een onmiddellijke zorg is niet alleen het identificeren van deze gevolgen, maar ook het evalueren van de mate van omkeerbaarheid ervan in 2021. (In welke mate zullen bijvoorbeeld bedienden teruggaan naar hun kantoren?)

Maar hoewel de vooruitzichten voor herstel op korte termijn belangrijk zijn, moeten we de pandemie en de gevolgen ervan ook op langere termijn in ogenschouw nemen. De pandemie heeft niet alleen nieuwe problemen gecreëerd, maar heeft ook veel van de reeds bestaande economische en beleggingstrends versneld of verergerd. De volgende trends treden hierbij vaak op de voorgrond:

- [Verschillen in inkomen](#), vermogen en economische vooruitgang binnen en tussen economieën.
- [Digitalisering](#) en de gevolgen daarvan voor de manier waarop individuen, bedrijven en overheden werken.
- [Demografie](#) als reeds lang bestaande verschuivingen in de samenstelling van de bevolking, waardoor de politieke en economische prioriteiten veranderen.
- [Schuld](#) - zowel openbare als particuliere.

---

[We moeten de pandemie en de gevolgen ervan op langere termijn bekijken: verschillen in inkomen, digitalisering, demografie en schuld zijn de belangrijkste trends die hierbij op de voorgrond treden.](#)

---



Het coronavirus in een langetermijncontext heeft twee brede implicaties voor beleggingen.

- 01 Als we dit niet alleen zien als een kwestie van kortetermijnherstel, maar ook als een reactie op structurele veranderingen rond economie en beleggingen - de 'tektonische platen' waarvan sprake - dan moet een beleggingsreactie niet enkel tactisch zijn, maar ook strategisch. Wij geloven dat de beste manier [een strategisch assetallocatieproces \(SAA\)](#) is dat zowel de veranderende relaties tussen de activaklassen kan begrijpen als de onzekerheid over hun toekomstige ontwikkeling kan beperken.
- 02 Zowel binnen een SAA als bij satellietbeleggingen in bestaande portefeuilles vinden wij het zinvol om te beleggen in [enkele sleutelthema's](#) die een steeds grotere rol zullen spelen in de mondiale ontwikkeling op de lange termijn. We ontwikkelen deze thema's al sinds 2017 en hebben er nu tien, alle tien binnen de ruime driehoek van technologie, demografie en het behoud van de wereld waarin we leven (duurzaamheid). We leggen uit waarom duurzaamheid - vaak in de vorm van ESG-beleggingen - de komende jaren waarschijnlijk nog belangrijker zal worden. Dit jaar verdiepen we onze visie op duurzaamheid door het lanceren van een nieuw [sleutelthema](#) over de blauwe economie. Andere sleutelthema's die in 2021 relevant zullen zijn, zijn cybersecurity, 5G, gezondheidszorg en resource stewardship.

Christian Nolting

Christian Nolting  
Global CIO

Instant Insights

## 2021 samengevat

- We zullen geen terugkeer naar het 'pre-COVID'-leven zien: de tektonische platen zijn wel degelijk verschoven.
- De pandemie heeft gevolgen gehad voor individuen, bedrijven en overheden die moeilijk terug te draaien zullen zijn.
- De pandemie heeft ook enkele reeds bestaande langetermijntrends versneld.
- Divergentie, digitalisering, demografie en schuld zijn kwesties die in 2021 uitermate belangrijk zullen blijven.
- Veranderingen op lange termijn zullen een strategische, in plaats van louter tactische, beleggingsaanpak vergen.
- Dit doen we best door middel van een strategische assetallocatie, die de veranderende relaties tussen de activaklassen kan integreren.
- Beleggen in sleutelthema's in de driehoek 'technologie, demografie, duurzaamheid' zou ook resultaten moeten opleveren.



Gebruik deze QR code om toegang te krijgen tot andere Deutsche Bank CIO Office reports in het Engels.

## Impact #1

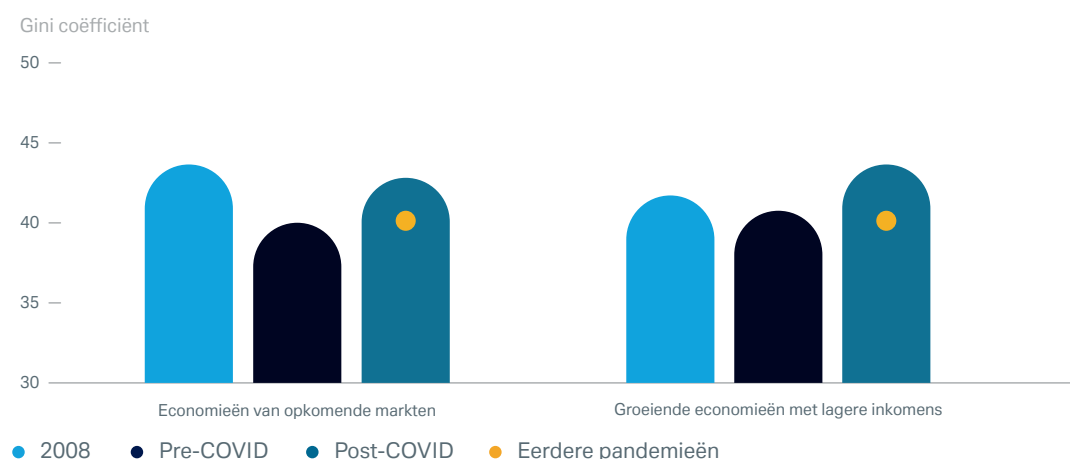
# Ons dagelijks leven: geen terugkeer naar de status quo ante

De impact van het coronavirus op individuen verschilt enorm per regio en per inkomensgroep.

Veel professionele, administratieve en leidinggevende werknemers over de hele wereld hebben digitale technologie gebruikt om op afstand te werken in een tijd waarin handenarbeiders en zorgverleners (of mensen zonder digitale toegang) wel naar het werk moesten gaan, en zo de zorgen over infectie en werkonzekerheid tegen elkaar moesten afwegen. In veel opkomende markten zijn de lockdowns misschien korter geweest, maar ook hier zijn problemen van ongelijkheid gegroeid. In Figuur 1 wordt gekeken naar de ontwikkeling van de Gini-coëfficiënt, een maatstaf voor ongelijkheid, zowel voor de opkomende markten in het algemeen als voor groeiende economieën met lagere inkomens.

**Figuur 1: De pandemie kan de recente vooruitgang op het gebied van de verminderde ongelijkheid binnen de opkomende markten en de groeiende economieën met lagere inkomens hebben teruggedraaid.**

Bron: IMF, Deutsche Bank AG., gegevens van oktober 2020. De Gini-coëfficiënt, in %, is een eenvoudig gemiddelde onder de landengroepen. Tot de eerdere pandemieën behoren SARS (2003), H1N1 (2009), MERS (2012), Ebola (2014) en Zika (2016).



Verskillende bevolkingsgroepen zullen de komende jaren op een andere manier ervaren. Maar een aantal belangrijke thema's zullen voor de meeste mensen hetzelfde zijn, nog lang nadat het ergste van de pandemie achter de rug is. We richten ons hieronder op drie gevolgen van de crisis.

## Gevolg #1: De groeiende rol van de overheid

Een toenemende aanwezigheid van de overheid in het leven van de mensen zal te wijten zijn aan meerdere factoren.

De economische crisis heeft geleid tot een grotere rol voor de overheid [wat betreft werkloosheid of loonsteun](#) en dit lijkt in veel gevallen te worden verlengd tot ten minste midden 2021. Het is echter onwaarschijnlijk dat deze inmenging de structurele veranderingen in werkgelegenheid of in het relatieve loonniveau volledig kan compenseren. Er zullen vragen blijven rijzen over het belang van de individuele verantwoordelijkheid ten opzichte van de sociale zekerheid, een kwestie die ook op de politieke tafel zal blijven liggen.



De pandemie heeft ook het belang van de overheid op het gebied van de [gezondheidszorg](#) onderstreept (ook al gaat het meestal om particuliere voorzieningen). De bezorgdheid over ziektebestrijding en de gezondheidstoestand van de bevolking zal niet verdwijnen: gezondheidszorg is een van onze sleutelthema's, en wordt op pagina 23 besproken.

Een ander langetermijntema, dat zeker tot ver na 2021 zal voortduren, is de [rol van technologie](#) bij het verlenen van staatssteun, bijvoorbeeld via betalingen aan individuen via de digitale valuta van de centrale bank, wat we op pagina 13 bespreken.

## Gevolg #2: Meer aandacht voor ongelijkheid

Een van de onderliggende problemen zal uitdrukkelijk worden besproken in de nasleep van de coronacrisis. De crisis heeft de rol van de overheid versterkt, maar heeft ook de tekortkomingen ervan aan het licht gebracht, in de vorm van een toename van de ongelijkheid op lange termijn. We zien meer welvaarts- en inkomensongelijkheid (Figuur 2 toont de Amerikaanse welvaartsongelijkheid van huishoudens), wat zich tijdens de pandemie vertaalde in een grotere sociale divergentie in de toegang tot openbare gezondheidszorg, de besmettingsgraad en de ziekte-uitkomsten. We kunnen dus een hernieuwde discussie verwachten over sociale kwesties zoals het universele basisinkomen, ook al kan de enorme budgettaire druk de overheid wel ontmoedigen. Rijkere individuen zullen waarschijnlijk meer belast worden, deels om de aanzienlijke stijging van de begrotingstekorten van de overheid als gevolg van de pandemie op te vangen, maar ook om de toenemende bezorgdheid over de ongelijkheid aan te pakken. Nogmaals, zoals bij veel andere corona-gerelateerde problemen, was dit een reeds een bestaande trend die door de pandemie enkel aangescherpt is. De bezorgdheid over de ongelijkheid zal bovendien nog groeien indien de pandemie leidt tot een aanhoudende stijging van de werkloosheid voor bepaalde inkomensgroepen, of indien de regeringen uiteindelijk moeten bezuinigen op de sociale steunnetwerken als gevolg van budgettaire beperkingen.

**Figuur 2: Verdeling van het vermogen van de huishoudens in de Verenigde Staten naar percentiel, Q2 2020**

Bron: U.S. Federal Reserve, Deutsche Bank AG. Laatste beschikbare gegevens op 1 december 2020. Het totale Amerikaanse vermogen in Q2 2020 wordt opgetekend als USD 112,05 biljoen.



### Gevolg #3: Herziening van de infrastructuur

---

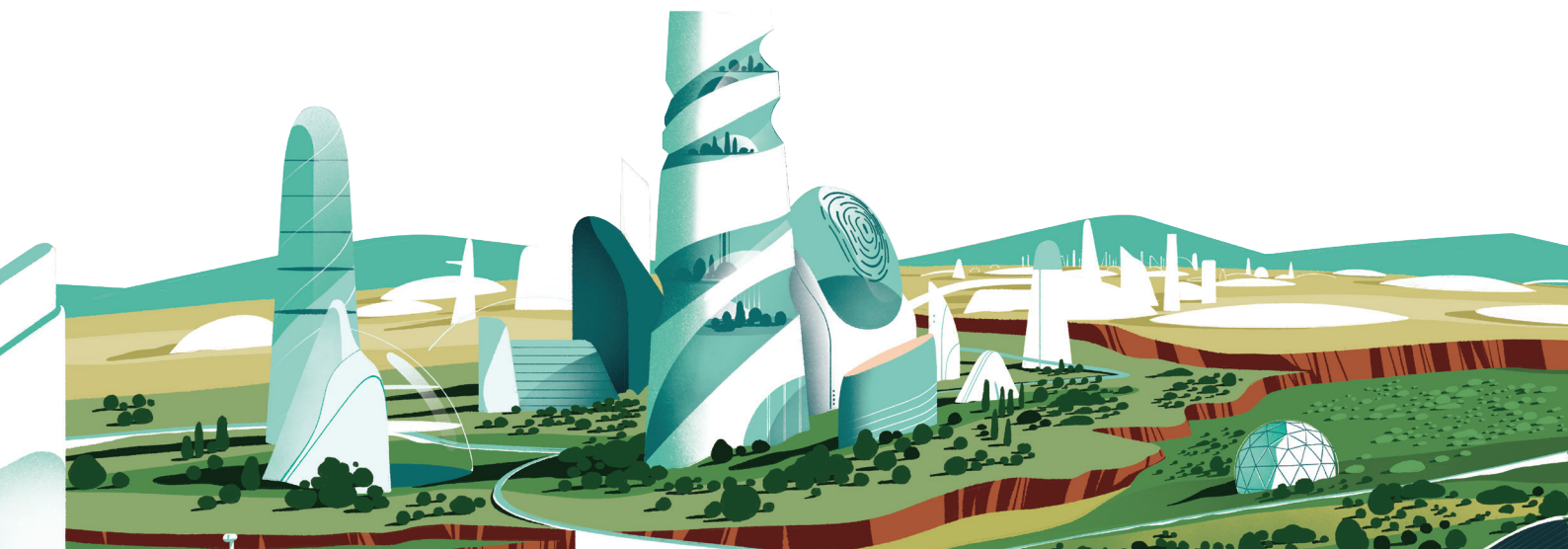
Ook ons individuele gedrag is door de crisis veranderd. Zo is de verschuiving naar online winkelen uitgebreid besproken: "vaarwel aan de winkelstraat" is een langetermijntrend die door de crisis alleen maar is versneld. Maar de veranderingen in onze levensstijl zullen veel bredere gevolgen hebben.

Daarnaast moet er ook een bredere discussie worden gevoerd over welk type infrastructuur (een van onze beleggingsthema's, zie pagina 23) nodig zal zijn om aan deze veranderde eisen te voldoen. We bespreken het aangepast gebruik van vastgoed hieronder, maar er zijn ook andere aspecten waar we rekening mee moeten houden - we kunnen bijvoorbeeld een wijziging zien in hoe mensen zich bewegen in stedelijke gebieden, waarbij slimme mobiliteit (een ander centraal beleggingsthema, pagina 23) in de schijnwerpers staat.

Vastgoedtrends tonen nu al de complexiteit van de impact van het coronavirus. De problemen van winkelvastgoed zijn goed gedocumenteerd. De bestaande dreiging van e-commerce werd versterkt door het coronavirus en het is moeilijk te voorzien hoe de trends hier volledig kunnen worden omgebogen. Voor kantoorvastgoed zullen veel transacties waarschijnlijk een tijdje op pauze blijven staan: bedrijven kunnen de manier waarop ze kantoorruimte gebruiken en de manier waarop ze die kopen veranderen. Naast een lagere totale vraag naar kantoorruimte in sommige markten (bv. die met een grote blootstelling aan financiële diensten), zouden we kortere huurtermijnen en andere financiële innovaties kunnen zien. Industrieel vastgoed heeft een aantal groeigebieden gekend (e-commerce centers en gezondheidszorg). Voor residentieel vastgoed zijn de vooruitzichten gemengd - de betaalbaarheid zal afhangen van het economische herstel en de werkgelegenheid, maar er blijven positieve motoren op lange termijn bestaan (bv. seculiere veranderingen in het bezit van huishoudens en de groei van huishoudens).

#### Gevolg #1 Ons dagelijks leven - geen terugkeer naar de status quo ante

- Een grotere aanwezigheid van de overheid.
- Ongelijkheid in de kijker.
- Nieuwe gedrags-, levensstijl- en bedrijfstrends zullen leiden tot veranderingen in de infrastructuur (millennials en platformeconomie)





## Impact #2

# Heruitvinding van de business: meer veranderingen op stapel

Mensen zullen 2021 aanvangen met de hoop op een terugkeer naar de status quo, terwijl bedrijven hopen dat de afbouw van de coronabeperkingen zal leiden tot een snel herstel van de wereldwijde vraag. Maar net als mensen zullen bedrijven niet simpelweg kunnen terugkeren naar een pre-coronawereld: ze moeten verdergaan met het proces van heruitvinding van hun business.

## Gevolg #1: Staatssteun houdt risico's in

Extreme tijden hebben een extreem beleid nodig - de uitbreiding van de overheidssteun aan particuliere bedrijven tijdens de pandemie is dan ook grotendeels onbetwist verlopen.

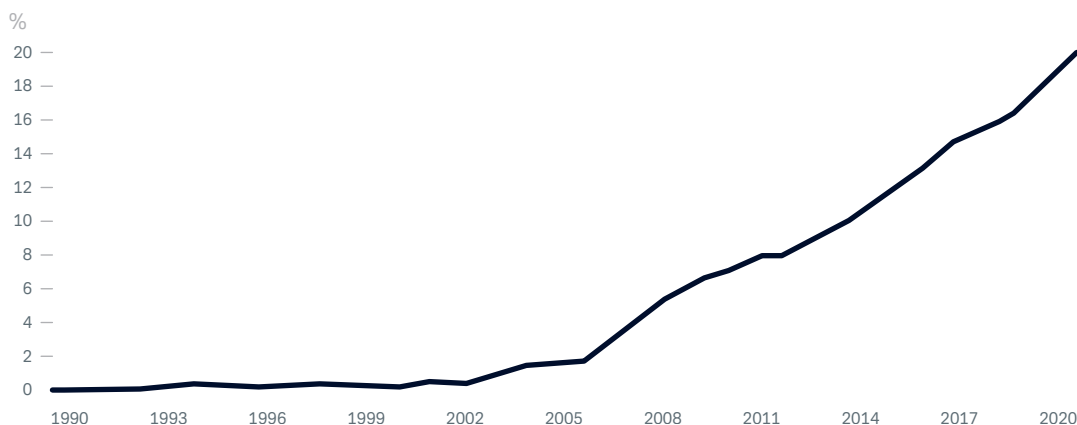
Deze steun kan impliciet (bv. lage leenkosten, steun voor de arbeidsmarkt) of zelfs expliciet (bv. participatiebelangen) zijn. Maar hoe dan ook, deze overheidssteun houdt risico's in.

Een van de risico's is dat, in dit tijdperk van snelle veranderingen, overheidssteun het vermogen van de economie beperkt om zichzelf heruit te vinden en uiteindelijk te bloeien. Bedrijven moeten de kans krijgen om of te floreren of terug te kunnen vallen wanneer het economische bos zich vernieuwt, zoals de 19e -eeuwse Engelse econoom Alfred Marshall het formuleerde. De Oostenrijkse econoom Joseph Schumpeter had een eerder botte omschrijving: hij noemde het 'creatieve vernietiging'.

Overheidssteun kan dit proces van vernieuwing belemmeren, hoewel tijdelijke steun welkom is als het bedrijfsmodel van een onderneming duidelijk duurzaam is. Ook dit is een probleem dat teruggaat tot ver voor de beleidsreactie op de coronacrisis, maar dat de laatste tijd is versterkt. Sinds de wereldwijde financiële crisis (vanaf 2007) een radicaal monetair beleid in gang heeft gezet, heeft de zeer lage rente bijgedragen tot het overleven van veel bedrijven. Maar in veel gevallen heeft dit hen alleen maar aangemoedigd om schulden aan te gaan om de onderliggende operationele problemen te verbergen (Figuur 3 illustreert dit voor de VS). De vrees is dat de economie zal lijden onder een toenemend aantal van deze bedrijven die niet langer concurrentieel zijn. De overheidsparticipatie in sommige bedrijven of toezeggingen op het gebied van werkgelegenheid zouden de economische herstructurering dus kunnen bemoeilijken. Ook reguleringsverplichtingen, die als gevolg van staatssteun worden aangegaan, kunnen de zaken nog ingewikkelder maken. Beleggen in bedrijven die geen levensvatbaar 'post-COVID'-bedrijfsmodel hebben lijkt geen zinvolle langetermijnstrategie en kan, vanuit een breder economisch perspectief, een efficiënte allocatie van kapitaal zelfs verhinderen.

### Figuur 3: Amerikaanse bedrijven: gevestigde bedrijven met hogere kosten voor schuldaflossing dan winsten

Bron: Datastream, Deutsche Bank AG., gegevens op 1 december 2020. Bedrijven die gedurende drie opeenvolgende jaren een rentedekkingsratio van minder dan 1 hadden en al meer dan tien jaar bestaan.



## Gevolg #2: ESG – Meer dan ooit

---

Op één bepaald gebied kan regelgeving echter wel zeer welkom zijn. De pandemie heeft aangetoond dat veel regeringen zich zijn blijven inzetten voor het milieu, de maatschappij en het bestuur (ESG-kwesties) en dat de belangstelling van de beleggers blijft toenemen. Dit verdreef de aanvankelijke vrees dat een meer meedogenloze bedrijfsomgeving zou leiden tot het dumpen van de normen op deze gebieden, omdat bedrijven wanhopig probeerden de kosten te verlagen en te overleven. Dit is echter niet gebeurd. Sterker nog, we zagen een aanhoudend sterke instroom in ESG-beleggingen gedurende het hele jaar. Zo schatte Morningstar onlangs in dat duurzame fondsactiva nu 9,3% van het totale fondsvermogen uitmaken. Wij verwachten dat het aandeel van ESG-beleggingen wereldwijd zal blijven groeien.

De aanhoudende en steeds groter wordende belangstelling voor ESG-beleggingen kan worden toegeschreven aan vier factoren.

- 01** Een groeiend besef dat een instabiele bedrijfs- en leefomgeving mede te wijten kan zijn aan tekortkomingen in het milieubeheer, die kunnen en moeten worden verholpen. De toenemende belangstelling voor de gevaren rond de klimaatverandering is verruimd tot een groeiende bezorgdheid over de afname van de biodiversiteit in het algemeen en de mogelijke gevolgen daarvan. Een interessante manier om de bezorgdheid over extreme klimaat- en andere gebeurtenissen te vertalen is te vinden in Figuur 4, die de toename van bedrijfsschade als gevolg van dergelijke gebeurtenissen in de afgelopen vier decennia laat zien.
- 02** Demografie betekent dat de belangstelling van jongere beleggers voor ESG zich vertaalt in een hoger niveau van beleggingen en politieke betrokkenheid. (Een van onze centrale beleggingsthema's is 'Millennials', zie pagina 22). De media-aandacht voor bijvoorbeeld de klimaatbeweging is een treffend voorbeeld van hun politieke betrokkenheid. Maar jongere demografen zijn ook economisch geëngageerd, zowel door hun beleggings- als door hun consumptiekeuzes.
- 03** De ESG-wetgeving en daarop volgende nalevingsvereisten nemen toe, niet alleen in Europa maar ook in de rest van de wereld. En daarmee bedoelen we niet alleen de brede doelstellingen voor duurzame ontwikkeling en andere verplichtingen van de Verenigde Naties en andere regionale organen over heel de wereld. In aanvulling hierop is er nu een meer specifieke en granulaire regelgeving die bedrijven niet alleen verplicht om hun fysieke operationele modellen te veranderen (bijvoorbeeld om de vervuiling te verminderen), maar ook hun financiële modellen en toezeggingen om aan de ESG-criteria te voldoen.
- 04** Er zijn steeds meer aanwijzingen dat ESG-beleggingen het beleggingsrendement op de lange termijn kunnen verhogen. Meer transparante en consistente ESG-gegevens en beleggingsclassificaties zullen helpen om de resterende problemen op te helderen.





Figuur 4: Verliezen omwille van extreme weersomstandigheden

Bron: Munich RE, Deutsche Bank AG. gegevens op 1 december 2020.



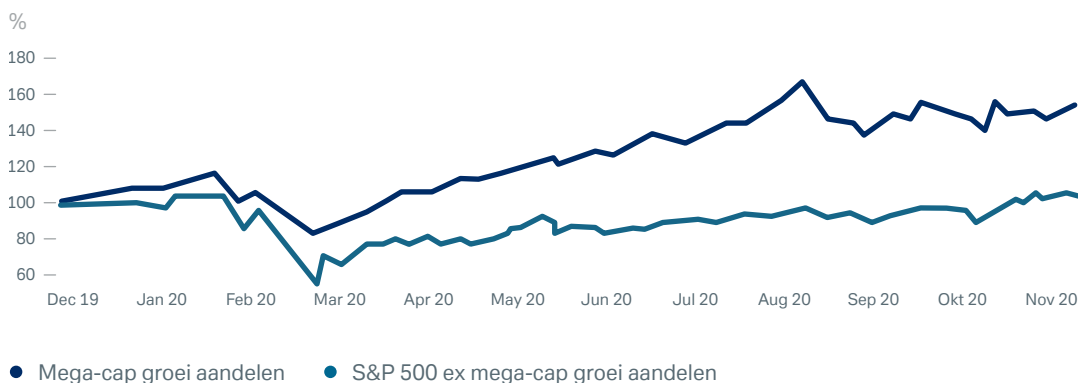
Hierdoor zullen milieufactoren en sociale factoren een wezenlijk deel uitmaken van de gesprekken over de wederopbouw na de pandemie. 'Build back better'- in de woorden van de VS en het Verenigd Koninkrijk – en wat daarbij komt kijken blijft een van onze centrale beleggingsthema's voor 2021 (pagina 23).

### Gevolg #3: Technologie heeft nog een rol te spelen

Het bedrijfsleven heeft zich in de loop van 2020 aangepast aan de veranderende consumentenbehoeften, waarbij de pandemie in eerste instantie een aantal duidelijke winnaars heeft opgeleverd (bv. big tech, gezondheidszorg, online leveringsdiensten) en later ook een aantal verliezers. Technologie heeft een sleutelrol gespeeld in het ondersteunen van de aandelenmarkten gedurende een groot deel van 2020. Figuur 5 toont de prestaties van S&P 500's 10 mega-cap aandelen en de S&P 500 index zonder deze aandelen.

Figuur 5: Hoe 10 S&P 500 mega-cap aandelen de rally trokken in 2020

Bron: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank AG., gegevens op 1 december 2020. Marktkapitalisatie herleid naar 100 op 31 december 2019



Tegen het einde van 2020 leidde het nieuws over de ontwikkeling van verschillende vaccins tot aanzienlijke uiteenlopende koersbewegingen in de verschillende aandelensectoren (voorkeur voor cyclische aandelen boven groeiaandelen), omdat de markten rekening hielden met de hoop op een sneller dan verwachte economische heropening en daaropvolgend herstel. En die voorkeur zal in de loop 2021 waarschijnlijk opnieuw wijzigen richting groeiaandelen.

Aangezien de sectorvoorkeuren zijn herbekeken, is het nog maar de vraag of technologie zo'n dominante rol zal blijven spelen in de prestaties van de aandelenmarkt. Sommige argumenten tegen technologie (in een beleggingscontext) zijn gebaseerd op de overtuiging dat een terugkeer naar meer normale werkomstandigheden de vraag naar technologiediensten zal doen afnemen, maar dit lijkt onwaarschijnlijk - de werkomstandigheden zullen nooit volledig omkeren, en technologie is gewoonweg te diep ingebed in wat we doen. Zoals we op pagina 23 opmerken, zijn veel van onze sleutelthema's op technologie gericht en omvatten ze specifieke technologische kwesties zoals artificiële intelligentie en cybersecurity. Op marktniveau bieden veel technologie-aandelen ook nog steeds de grote voordelen van ogenschijnlijk veerkrachtige winsten en sterke balansen. De sectorvoorkeuren zijn tegen eind 2020 beginnen verschuiven en zullen in de loop van 2021 opnieuw wijzigen. Maar er zijn nog steeds goede redenen om technologie op langere termijn aan te houden.

---

De sectorvoorkeuren zijn tegen eind 2020 beginnen verschuiven en zullen in de loop van 2021 opnieuw wijzigen. Maar er zijn nog steeds goede redenen om technologie op langere termijn aan te houden.

---

#### Gevolg #4: Winstherstel is de sleutel

---

De markten zullen in 2021 waarschijnlijk volatiel blijven, aangezien het proces van de uitrol van vaccins (en de economische schade van het coronavirus) opnieuw zal worden geëvalueerd. De verschuivingen in de aandelensectoren en de stijlvoorkeuren zullen zich voortzetten: trends kunnen vluchtig zijn en marktoptimisme zou kunnen omslaan in pessimisme. (Op het moment dat we dit schrijven weten we bijvoorbeeld nog niet hoe lang de immuniteit tegen infectie bij de verschillende nieuwe vaccins werkzaam zal zijn: als de immuniteit slechts van korte duur is, of als de implementatie van het vaccin moeilijker blijkt dan verwacht, dan kunnen de markten zeker pessimistischer worden over de marktvooruitzichten).

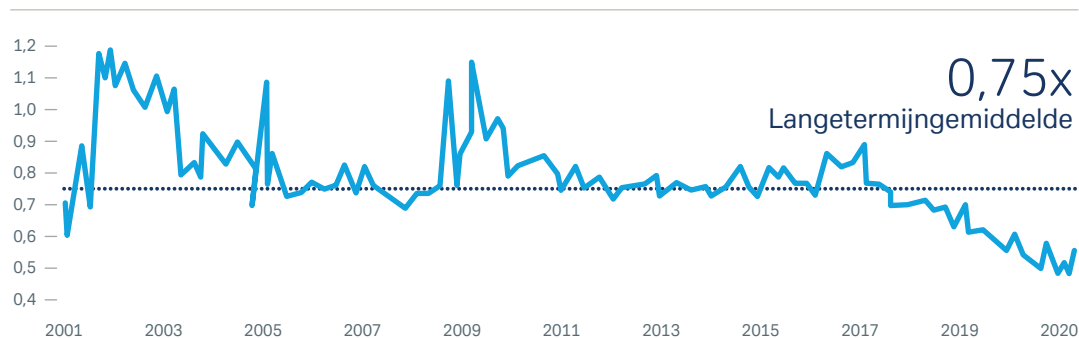
Kortom, we stellen voor om een evenwichtige stijl te hanteren: De 'groeiaandelen' (die gedurende een groot deel van 2020 - en ook de voorgaande jaren - sterk presteerden) zullen waarschijnlijk niet volledig worden vervangen door 'cyclische' of 'waarde' aandelen als de wereldeconomie weer op gang komt<sup>1</sup>. Figuur 6 illustreert de koers/winstdiscount van 'waarde' ten opzichte van 'groeiaandelen'. Merk op dat deze al vier jaar groter wordt, niet alleen tijdens de pandemie. Zoals eind 2020 werd aangetoond, kan de hoop rond de heropening van de economie ten goede komen aan 'cyclische' aandelen, maar voor een regelrechte outperformance van 'waarde'-aandelen zijn hogere rentevoeten nodig, iets wat de komende jaren niet erg waarschijnlijk lijkt als gevolg van de crisis - hoewel een hogere inflatie niet kan worden uitgesloten.

<sup>1</sup> 'Groeiaandelen' zijn aandelen waarvan wordt aangenomen dat ze sneller zullen groeien dan het marktgemiddelde, bijvoorbeeld technologie. 'Cyclische' aandelen profiteren gewoonlijk van de opleving van de economie - metalen, mijnbouw, chemicaliën en consumentendiensten vaak voorop. 'Waarde'-aandelen zijn dan weer aandelen die worden beschouwd als aandelen die tegen een lagere prijs dan hun fundamentele waarde worden verhandeld



Figuur 6: Koers/Winst (K/W) waarderingen voor 'waarde' aandelen zijn verder gedaald ten opzichte van 'groei' aandelen

Bron: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank AG., gegevens op 1 december 2020.



Uiteindelijk zal de hoop van de markt op een sectoraal herstel moeten worden ondersteund door een herstel van de inkomsten. Voor de ontwikkelde economieën zou dit proces een werk van lange adem kunnen blijken. In Europa, bijvoorbeeld, zullen de winsten misschien pas in 2023 weer op het niveau van 2019 zijn. Europese Small and Mid Caps kunnen echter wel een doeltreffende manier zijn om te profiteren van de heropening van de economie. Voor veel opkomende markten, met name in Azië, betekent een sterkere economische groei dat het proces vrij snel zou kunnen verlopen, wat in het voordeel is van zowel bedrijven als beleggers. Dit is een plus voor aandelen uit de opkomende markten (en ook voor bedrijfsobligaties uit de opkomende markten). Een sterkere winstgroei blijft essentieel om de waarderingen terug te brengen naar een meer normaal niveau, en in 2021 zal hier hoe dan ook vooruitgang worden geboekt.

#### Gevolg #2 Heruitvinding van de business: meer veranderingen op stapel

- Staatssteun beperkt het vermogen van een economie om zichzelf opnieuw uit te vinden.
- ESG wordt ondersteund door een grotere toewijding en vraag.
- De aandelenmarkten blijven gefocust op technologie, maar ook 'cyclische' aandelen zijn aantrekkelijk.

## Impact #3

# De politieke economie vanuit verschillende perspectieven

Vanuit het perspectief van individuen en bedrijven zal er dus geen terugkeer zijn naar de pre-coronavirus-wereld. De overheden zijn zich hier terdege van bewust en moeten erin slagen zowel problemen op middellange termijn (tijdens de overgangperiode) als een herstel op lange termijn aan te pakken.

Zoals we al hebben aangegeven, denken we dat de crisis vanuit 4 verschillende perspectieven - divergentie, digitalisering, demografie en schuldenlast - bekeken kan worden. Deze zullen veel aspecten van de post-COVID-wereld kenmerken. Ze zullen nog meer op de voorgrond treden wanneer we de toekomstige trends in de 'politieke economie' in ogenschouw nemen - d.w.z. wanneer de economische overwegingen uitgebreid worden met sociale, politieke en institutionele kwesties.

### Gevolg #1: Monetaire magie verlengd?

De titel van onze jaarlijkse outlook vorig jaar was: 'Het einde van de monetaire magie?'. Ons antwoord op de vraag was 'nee', omdat we dachten dat - hoewel de doeltreffendheid van het monetair beleid aan het vervagen was - het een efficiënt middel zou blijven, zeker met de ondersteuning van een fiscaal beleid. Geconfronteerd met een extreme situatie als gevolg van de pandemie, groeven de beleidsmakers in 2020 nog dieper in hun monetaire magische buidel. Dit gebeurde niet alleen door de rente laag te houden en de balansen van de monetaire autoriteiten groot te houden, maar ook door nog andere interventies op de financiële markten (bijvoorbeeld bedrijfsobligaties).

Ondanks de voortdurende bezorgdheid over de mogelijk afnemende kracht van elke extra versoepeling van het monetaire beleid, werd er nog geen vervanger gevonden (ook al is de algemene consensus dat complementaire oplossingen, zoals het begrotingsbeleid, structurele hervormingen, enzovoort, verder moeten worden ontwikkeld). Een jaar geleden was het duidelijk dat veel van de factoren die de economie schaden van niet-monetaire aard waren en dus buiten het toepassingsgebied van het monetaire beleid vielen om aan te pakken of te verbeteren: dit blijft het geval en er moeten nog inspanningen worden geleverd om tot alternatieve beleidsoplossingen te komen. Zoals we in Gevolg #3 bespreken, zal vooral het begrotingsbeleid in 2021 belangrijk worden.

### Figuur 7: De groei van de Amerikaanse geldvoorraad bereikt een record

Source: Bloomberg Finance LP., Deutsche Bank AG. Data op 15 december 2020. M1 omvat contant geld en zichtrekeningen; M2 voegt termijn- en spaarrekeningen en andere soortgelijke rekeningen toe.



## Gevolg #2: Inflatie en andere mogelijke beleidsbedreigingen

---

De onmiddellijke bedreigingen voor het monetaire beleid lijken beheersbaar. Er bestaat nog steeds een politieke consensus over een zeer accommoderend monetair beleid, met als gevolg dat de rente nog langer laag zal blijven en de jacht op rendement zal worden voortgezet.

Over de inflatie zijn we echter niet helemaal gerust, en dat is een potentiële bedreiging voor het monetaire beleid. De onmiddellijke dreiging van inflatie lijkt op dit moment laag, gezien de aanhoudende reservecapaciteit in de economie en de nog steeds voorzichtige consumenten op veel markten (mede door de aanhoudende angst voor werkloosheid). Onze prognoses weerspiegelen dit. Maar hoewel er veel aandacht is besteed aan het 'Japanification'-verhaal (d.w.z. lage groei, lage inflatie), is dit niet noodzakelijkerwijs het pad dat we zullen bewandelen. Zo kan een opwaartse piek in de rente niet worden uitgesloten. Veranderingen in het bedrijfsmodel van dienstverlenende bedrijven (gezien de problemen rond het genereren van inkomsten in een omgeving van social distancing die nog steeds aanhoudt) kunnen eveneens de opwaartse druk op de prijzen verhogen. Er zijn ook bredere zorgen over de mogelijke langeretermijneffecten van de de-globalisering of de regionalisering voor het prijsniveau.

Ook andere bedreigingen voor het monetaire beleid op lange termijn blijven bestaan. Het monetaire beleid is in wezen een bot instrument en kan niet zomaar problemen van **divergentie** binnen economieën of tussen economieën onderling aanpakken (een accommoderend monetair beleid kan immers de sociale ongelijkheid verergeren door de waarde van bepaalde activa op te blazen). Het monetaire beleid zal ook stuiten op structurele problemen in de economieën, misschien veroorzaakt door **demografie** (door het stimuleren van sparen ongeacht het accommoderend beleid) of snel escalerende **schuldniveaus** (zie Gevolg #4). Verwacht wordt dat de discussie over deze kwesties zal worden opgedreven naarmate de onconventionele maatregelen langer van kracht blijven.

Het laatste perspectief - **digitalisering** - zou zowel een bedreiging als een kans voor het monetaire beleid kunnen zijn. Verdere tests (bijvoorbeeld via regionale regelingen die al in China bestaan) en de invoering van digitale valuta's van de centrale bank (CBDC – Central Bank Digital Currency) over de hele wereld bieden het vooruitzicht op een veel gericht monetair/fiscaal beleid - bijvoorbeeld via in de tijd beperkte en op uitgaven gerichte subsidies. Deze gerichtheid - zeker met een in de tijd beperkte component - kan uiteindelijk een uitweg bieden uit de zogenaamde 'liquiditeitsval', wanneer de rente dermate laag is dat monetair beleid geen invloed meer heeft en men sowieso cash verkiest. Maar de bestaande onzekerheid over de werking van de CBDC's houdt ook risico's in voor het monetaire beleid in het algemeen, en de politieke implicaties van het richten op een specifieke doelgroep kunnen ook de onafhankelijkheid van de centrale banken uithollen - zoals sommigen zouden willen.

---

De onmiddellijke bedreigingen voor het monetaire beleid lijken beheersbaar, maar we mogen de inflatie niet uit het oog verliezen. Ook brengen divergentie, demografie, schuldenlast en digitalisering risico's met zich mee voor het monetaire beleid – hoewel de digitale valuta's van de centrale bank (CBDC) ook opportuniteiten kunnen creëren.

---





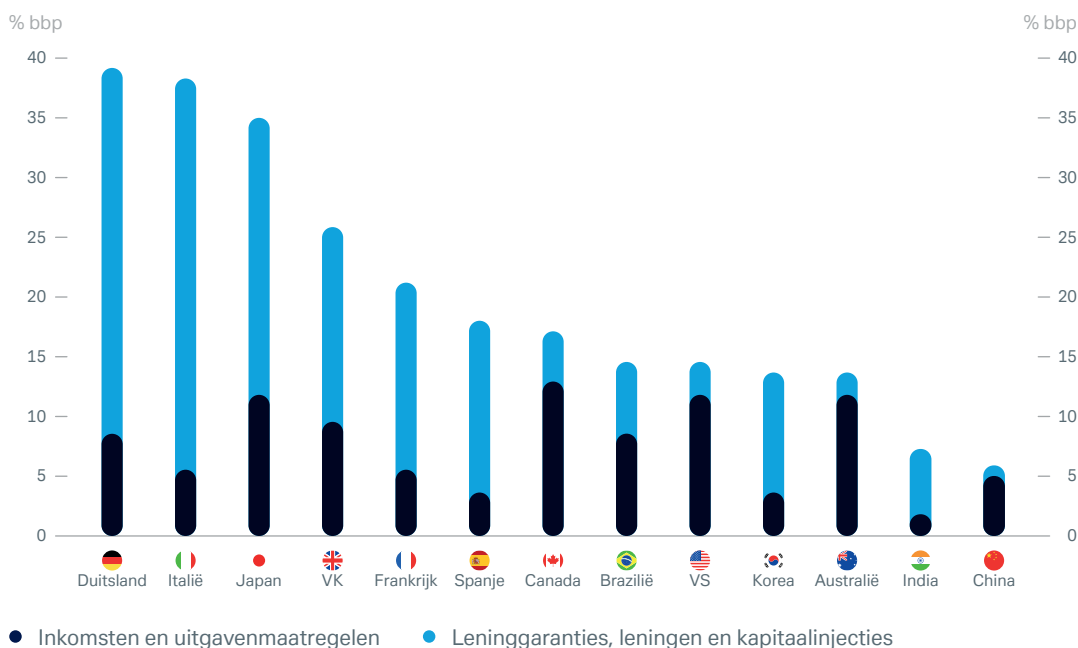
### Gevolg #3: Begrotingsbeleid onder druk

Het begrotingsbeleid is overduidelijk politiek getint, waar het monetaire beleid dat net niet is geweest in de meeste ontwikkelde markteconomieën sinds de jaren negentig van vorige eeuw. Deze politisering van het begrotingsbeleid heeft een aantal gevolgen.

Ten eerste kan het beleid onderhevig zijn aan een schommeling van het algemene sentiment - de algemene aanvaarding van massale budgettaire steunpakketten in 2020 op een 'het is noodzakelijk'-basis kan niet voor altijd worden volgehouden, hoewel het over het algemeen veel moeilijker is om de kraan van het begrotingsbeleid dicht te draaien dan om ze open te draaien. Ten tweede kan het begrotingsbeleid in afzonderlijke politieke debatten terecht komen (zoals eind 2020 het tweede budgettaire steunpakket in de VS en het Europese Herstelfonds). Ten derde zal het begrotingsbeleid worden gezien als een directe aanpak van divergentieproblemen in de samenleving, waarbij de demografische veranderingen zowel de noodzaak ervan als de kracht van de politieke stemmen in het spel veranderen - één daarvan zal die van de millennials zijn (een centraal beleggingsthema, pagina 23). De gezondheidszorg kan een prioriteit blijven voor de begrotingsuitgaven, maar ook de infrastructuur (nog een sleutelthema, pagina 23) zal aandacht vragen.

Figuur 8: Aangekondigde begrotingsmaatregelen in G20 economieën (tot september 2020)

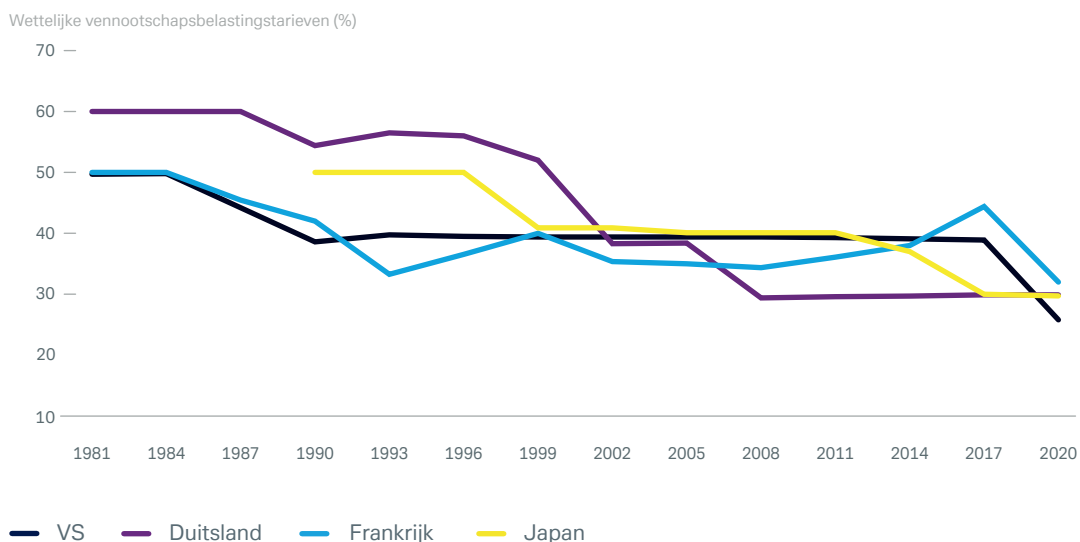
Bron: IMF, Deutsche Bank AG Gegevens op 1 december 2020.



Hoe deze politieke debatten ook verlopen, het is moeilijk om geen verhoging van de belastingen te verwachten, gezien de omvang van de fiscale maatregelen die in 2020 werden onthuld (Figuur 8). Vooral de race naar de bodem op het gebied van de vennootschapsbelasting - die sinds het begin van de jaren tachtig van de vorige eeuw duidelijk is geworden (Figuur 9) - zou nu wel eens gedaan kunnen zijn. De ministers van Financiën zullen wereldwijd een aantal concurrerende prioriteiten aanpakken: het begrotingsbeleid zal onder grote druk komen te staan en dat op een moment dat de samenstelling van de electoraten die dit beleid uiteindelijk controleren, ook verschuift (Figuur 10). De roep om hogere belastingen voor degenen die relatief minder getroffen worden door de crisis (d.w.z. hogere inkomens en de rijken) zal blijven bestaan, vooral omdat deze laatste groep kan worden beschouwd als een groep die profiteert van een los monetair beleid door de stijgende reële waarde van de activa. Het is heel goed mogelijk dat de belastingen stijgen, niet alleen voor bedrijven, maar ook voor rijkere burgers, om de vermeende ongelijkheden aan te pakken en de begrotingstekorten te financieren.

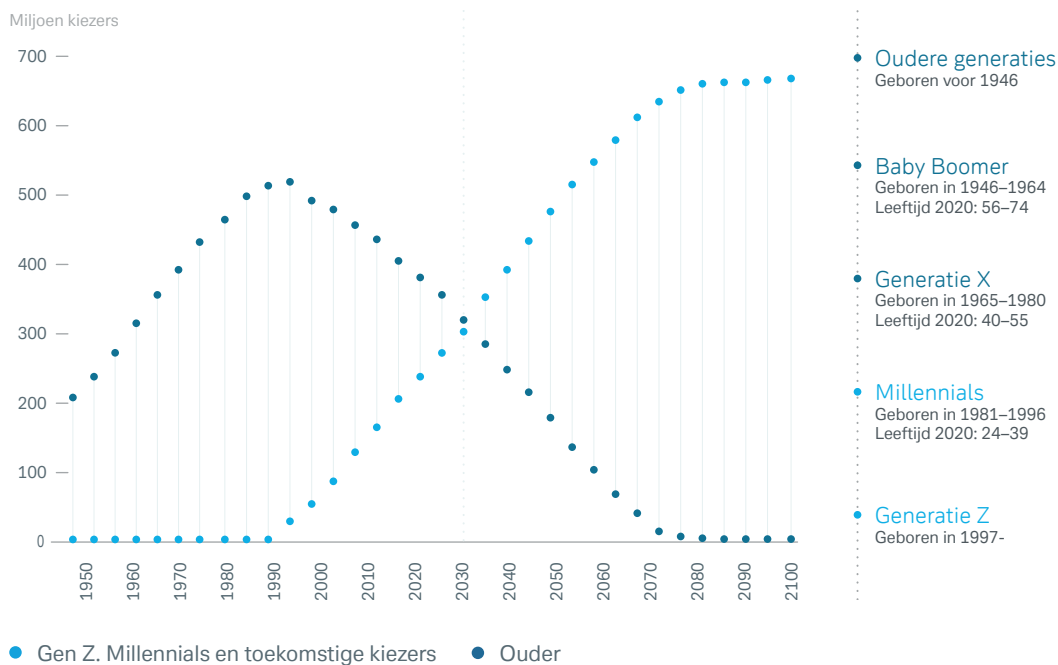
Figuur 9: Vennootschapsbelastingen: zijn vier decennia van verlagingen voorbij?

Bron: OESO, Deutsche Bank AG., gegevens op 1 december 2020.



Figuur 10: Kieskracht van verschillende leeftijdsgroepen verschuift in de loop van de tijd

Bron: United Nations, Haver, Deutsche Bank AG. Gegevens op 1 december 2020. Grafiek toont gecombineerde totalen op bepaalde punten voor millennials, Generatie Z en toekomstige kiezers, vs. kiezers geboren voor 1981. De definities van de leeftijdsgroepen staan rechts van de grafiek.



## Gevolg #4: Escalatie van schuld

---

Het expansieve begrotingsbeleid en de oplopende begrotingstekorten hebben een bestaande trend alleen maar versterkt - zoals we hebben besproken in een eerder rapport ('Peak debt: houdbaarheid en beleggingsimplicaties' dat in 2019 werd gepubliceerd).

Wat betekent dit voor obligaties als activaklasse? De stijgende schuldenlast heeft de financiële markten tot nu toe nog niet verontrust - er zijn nog steeds bereidwillige kopers voor de overheidsschuld - maar de bezorgdheid kan toenemen. Daar zijn verschillende redenen voor. De schuld die in 2020 is aangegaan om het coronavirus te bestrijden, is in feite in de plaats gekomen van het verlies aan inkomsten - het is niet uitgegeven in de hoop een snellere groei te stimuleren, zoals het Keynesiaanse model voorschrijft. De hoop dat economieën vanzelf uit de schulden weg zullen groeien - de gebruikelijke weg - kan worden gedwarsboemd door de zorgen over de aanscherping van het begrotingsbeleid en het gebrek aan productiviteitsverbeteringen. En dit totdat de voordelen van technologiegerelateerde investeringen (bijvoorbeeld artificiële intelligentie en 5G, twee van onze sleutelthema's) zich beginnen door te zetten. Het lijkt ook onwaarschijnlijk dat de inflatie veel verlichting zal brengen. Intussen kunnen landen ook lijden onder een toenemende demografische druk (net als Japan), waardoor de schuldenlast nog verder toeneemt.

Uiteindelijk zullen de markten zich zorgen beginnen maken en de kans op een opstoot in de rendementen op overheidsobligaties in 2021 is reëel, hoewel de langetermijnvooruitzichten voor de rente nog langer laag blijven, met verschillende gevolgen voor alle beleggingscategorieën. Zo zal financiële repressie (d.w.z. negatieve reële opbrengsten) zeker een opmerkelijk gevolg zijn.

---

Door de oplopende begrotingstekorten is de bestaande tendens om de schuldenlast te laten toenemen nog versterkt. De markten lijken zich op dit moment niet zo druk te maken over dergelijke leningen - maar neem deze losse aanpak niet als vanzelfsprekend.

---

### Gevolg #3 De politieke economie vanuit verschillende perspectieven

- Monetaire magie gaat door, fiscaal beleid vult aan.
- Financiële repressie.
- Hogere schuld leidt tot een nieuw belastingdebat.



## Impact #4

# De nieuwe wereldorde: winnaars en achterblijvers

Veranderingen in het functioneren van mensen en bedrijven, alsook beleidsreacties van individuele regeringen, zullen gepaard gaan met veranderingen in de internationale omgeving. Op termijn evolueren we naar een nieuwe wereldorde.

De onmiddellijke wereldwijde economische vooruitzichten hangen in grote mate af van de snelheid waarmee vaccins kunnen worden geproduceerd en toegediend. Onze veronderstelling is dat we vanaf het tweede kwartaal van 2021 op grote schaal zullen vaccineren in de ontwikkelde landen, na het behandelen van de prioritaire groepen in het eerste kwartaal. Hierdoor zou de noodzaak tot nog meer massale lockdowns vermeden worden, in ieder geval na medio 2021. Daarenboven zullen de uitgestelde consumptie en de hoge spaarquota het economisch herstel stimuleren.

We verwachten dat de groei van het bbp in 2021 positief zal zijn na de economische krimp in 2020. Prognoses worden gegeven op pagina 27, maar de exacte cijfers zullen hier minder belangrijk zijn dan de structurele veranderingen die eraan ten grondslag liggen. Twee vragen zijn bijzonder relevant. Ten eerste, hoe lang zal de COVID-schade aanhouden? Ten tweede, hoe zal de pandemie de relatieve economische kracht van de economieën beïnvloeden?

Het langetermijneffect van de pandemie kan minder ernstig zijn dan die van de wereldwijde financiële crisis (GFC – global financial crisis), aangezien de huidige crisis werd veroorzaakt door een exogene schok (het virus) in plaats van interne economische onevenwichtigheden. Het begrotings- en monetaire beleid heeft ook sneller gereageerd dan tijdens de GFC, waardoor meer en ergere 'tweede ronde'-effecten werden voorkomen, bijvoorbeeld door de brede invoering van verlofregelingen voor het behoud van de werkgelegenheid. Toch denken wij dat de VS pas in het vierde kwartaal van 2021 of begin 2022 terug op het niveau van voor de crisis (Q4 2019) zullen zijn en dat de eurozone zelfs tot 2022 zal moeten wachten.

## Gevolg #1: Azië gaat vooruit

---

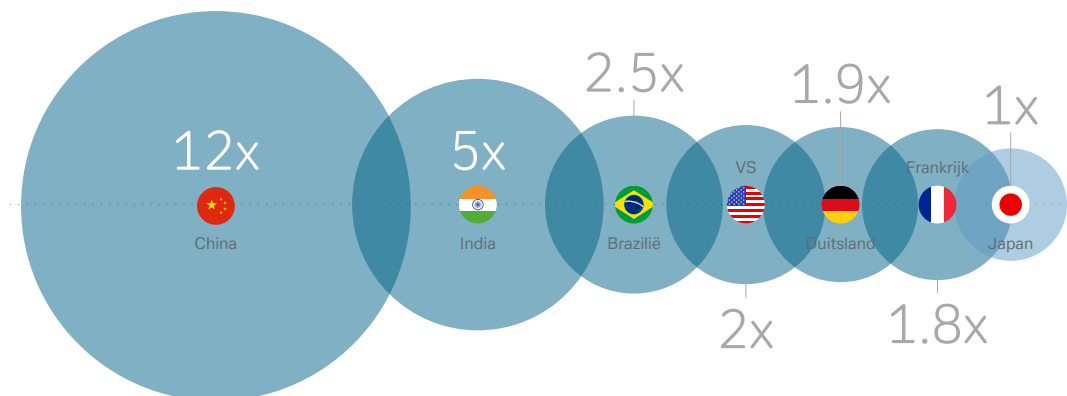
De Chinese economie daarentegen, is in 2020 met naar schatting 2,2% gegroeid en kan in 2021 met meer dan 8% groeien. Veel andere Aziatische economieën hebben het ook relatief goed gedaan, met de voor de hand liggende uitzondering van India (naar schatting is de economie in 2020 met -9,5% gekrompen, vóór een verwachte groei van 10% in 2021).

De opkomst van Azië (in de moderne tijd) is geen nieuw verhaal - het is terug te voeren tot meer dan 40 jaar geleden, tot het begin van de economische hervormingen in China eind jaren zeventig, of misschien nog wel verder. De pandemie heeft ook hier de onderliggende trend alleen maar versneld. Een robuuste Chinese groei in een periode dat de Amerikaanse slabakt, heeft het moment waarop het Chinese bbp het Amerikaanse zal overstijgen vermoedelijk dichterbij gebracht. China heeft een groot Regionaal Alomvattend Economisch Partnerschap (RCEP – Regional Comprehensive Economic Partnership) ondertekend en de formele publicatie van zijn volgende vijfjarenplan in maart 2021 zal het land opnieuw de gelegenheid bieden om precies te bepalen waar het van hieruit naartoe wil.

Deze relatieve langetermijnverschuivingen van de regionale economische macht zijn niet nieuw en in de afgelopen decennia hebben zich uiteenlopende trends in de inkomensgroei per inwoner voorgedaan (Figuur 11). Maar ook de relatieve veranderingen op korte termijn hebben een impact. Een sneller economisch herstel in Azië zal een onmiddellijk effect hebben op de gezondheid van bedrijven uit de groeielanden, waar de schattingen van de winst per aandeel al dicht bij het niveau van voor de crisis liggen, in tegenstelling tot hun concurrenten in de ontwikkelde markt. Figuur 12 illustreert dit. Dit speelt in het voordeel van aandelen en obligaties uit opkomende markten voor 2021, en ook op langere termijn kan het belang van de opkomende markten niet worden genegeerd.

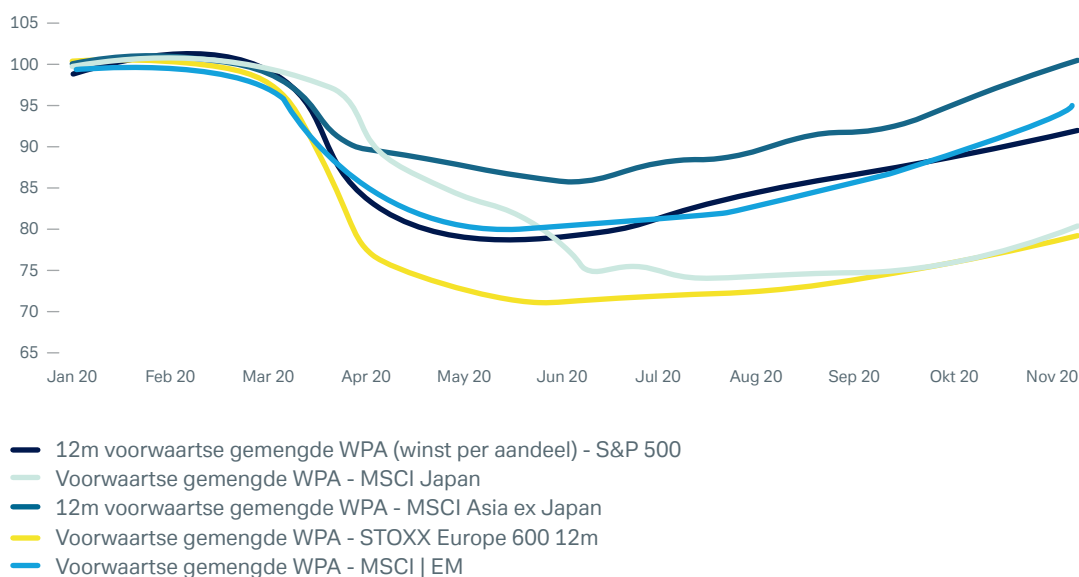
**Figuur 11: Inkomensgroei per inwoner in de afgelopen twee decennia: China heeft het waargemaakt**

Bron: IMF, Deutsche Bank AG. Data van 2019. Gegevens op 1 december 2020.



**Figuur 12: Herzieningen in 2020 van winst per aandeel: Azië corrigeerde minder en herstelt sneller.**

Bron: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank AG. Gegevens op 1 december 2020 – herzien zodat 31/12/2019 gelijk is aan 100.



## Gevolg #2: Divergentie in de ontwikkelde wereld?

Veel ontwikkelde markten hebben in 2021 echter heel wat te bewijzen.

De [Amerikaanse verkiezingsuitslag](#) zal veel gevolgen hebben voor de verdere economische groei. Een of andere vorm van steunpakket is waarschijnlijk, en de verkiezingen voor de 2 Senaatszetels van de Staat Georgia op 5 januari zullen een uitgangspunt vormen voor de beleidsagenda (door te bepalen welke partij de controle zal hebben in de Senaat). Wij denken dat er nog steeds druk uitgeoefend zal worden voor hogere belastingen, waaraan de Senaat wellicht zal toegeven, maar de verandering van het Fed-beleidsregime zal helpen om het monetaire beleid accommoderend te houden. De VS hebben bovendien een goede staat van dienst als het gaat om het herstellen van crises.

Op langere termijn zal het flexibele en dynamische karakter van de Amerikaanse economie het herstel blijven ondersteunen, en hoewel de nadruk zal liggen op de strijd tussen China en de VS om de grootste economische macht ter wereld te worden, is het de moeite waard om ook te kijken naar mogelijke verschillen tussen de belangrijkste ontwikkelde markten.

De vooruitzichten voor de eurozone lijken zeker problematisch. Het Europese herstelfonds zou tot op zekere hoogte de intraregionale divergentie moeten helpen verminderen, zodra dit in 2021 ten uitvoer wordt gebracht en het potentieel van een Europese integratie laat zien. De **divergentie** tussen én binnen de landen van de eurozone zal dus een reële zorg blijven, evenals (voor sommige van hen) de schuldniveaus. Het herstelfonds wordt door velen aanzien als een belangrijke game changer, aangezien de subsidies van deze regeling een grote stap voorwaarts zouden betekenen - van bezuinigingen naar solidariteit. Maar hoe de divergentiekwestie volledig zal worden aangepakt als een nieuwe externe schok uitblijft, blijft onduidelijk. De huidige dissonanten tussen sommige Oost-Europese economieën en de overige EU-lidstaten zouden wel eens een voorproefje kunnen zijn van de problemen die gaan komen. Op langere termijn moet de EU een antwoord vinden op deze problemen van divergentie, net als op de gevolgen van de demografische evolutie van een vergrijzende bevolking (in tegenstelling tot de VS). De digitalisering kan zorgen voor wat vooruitgang: misschien wordt er beslist over de invoering van een proefproject voor een digitale euro in de strategische evaluatie van de ECB, die halverwege het jaar wordt aangekondigd.

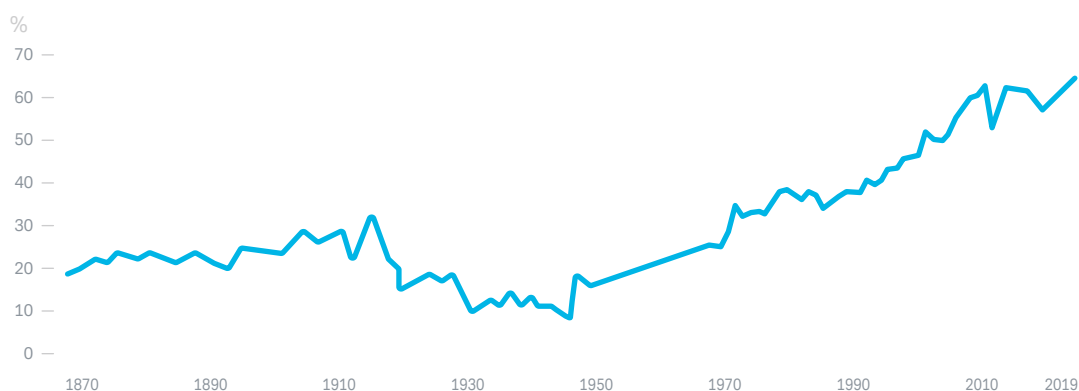
### Gevolg #3: Internationaal gaat regionaal

Aan het begin van de coronacrisis was er veel sprake van een ernstige verstoring van de wereldwijde toeleveringsketens. In de praktijk was die verstoring minder groot dan menigeen had gevreesd en de discussie over de-globalisering is misschien wel overdreven. We zien echter wel subtielere veranderingen, waarbij bedrijven de toeleveringsketens herbekeken hebben, vaak ten gunste van meer lokale partners (de brexit kan ook aanleiding zijn geweest voor een herziening, op een veel kleinere schaal).

De groei van de wereldhandel was al vóór 2020 op zijn retour (Figuur 13), en de toename van de handelsspanningen tussen de VS en China dateert ook al van vóór de pandemie. Maar wat nieuw is, is de opkomst van nieuwe regionale overeenkomsten.

Figuur 13: Heeft de wereldhandel zijn top bereikt relatief t.o.v. het globale bbp?

Bron: World Bank, Klasing and Milionis (2014), Deutsche Bank AG. Gegevens op 1 december 2020.



De ondertekening in november 2020 van een Regionaal Alomvattend Economisch Partnerschap (RCEP) tussen China en 14 andere Aziatische en 'Australaziatische' landen is de perfecte weerspiegeling van deze trend. Het RCEP (dat na acht jaar onderhandelen tot stand is gekomen) belooft de handelsbetrekkingen in de regio te verbeteren, voornamelijk door middel van sterke tariefverlagingen (of -verwijderingen), hoewel de gepubliceerde tijdslijnen en gegevens nog steeds schaars zijn.

Wij verwachten niet dat de overgang naar een regionaal systeem (hier of op andere plaatsen) snel of soepel zal verlopen. De verschillende handelspartners kunnen over details vallen en er zullen terechte zorgen zijn over de dominantie van China in het RCEP en de regio in het algemeen - India heeft gesuggereerd dat bedrijven een 'China +1'-strategie voor leveranciers zouden moeten volgen. De digitalisering toont ook nieuwe aandachtspunten in de handel of andere relaties aan (bijvoorbeeld rond farmaceutica): cybersecurity is een van onze sleutelthema's (pagina 23).

De noodzaak van een goed functionerend multilateraal mondiaal kader blijft ook bestaan. De dreiging van handelsconflicten tussen (of binnen) regio's is nog niet geweken en de uitbreiding van het 'buy local'-beleid, zoals in het verleden door president Biden en anderen werd bepleit, is ook een potentiële bron van zorg. Nog belangrijker is dat een multilaterale aanpak noodzakelijk blijft om de uitdagingen van de milieu-, biodiversiteits- en klimaatveranderingsproblematiek aan te gaan, die relevant zijn voor onze centrale beleggingsthema's over ESG, het beheer van hulpbronnen en de blauwe economie.

## Gevolg #4: Munten heruitgevonden

---

We zouden ook een verandering kunnen zien in de valutadynamiek. Munten worden meestal gezien als gedreven door meerdere factoren, zowel op korte (bv. renteversillen) als lange termijn (bv. relatieve economische groei). Het coronavirus veranderde deze perceptie in 2020. Vanaf maart werden de meeste grote valutaparen grotendeels gedreven door veranderingen in het algemene marktsentiment. Bijvoorbeeld, toen de markten risico-avers werden door de toegenomen vrees voor het virus, steeg de vraag naar USD als veilige haven en steeg de koers – en dat ondanks een haperende Amerikaanse economie en een zeer accommoderend beleid van de Fed.

Zal een terugkeer naar een meer normale economische omgeving en een meer consistente risicovolle markt deze trends ombuigen, waardoor de USD wordt verzwakt? We verwachten alvast geen dramatische verschuiving. Een terugkeer naar een normaler bedrijfsklimaat kan het verband tussen het algemene marktsentiment en de wisselkoersbewegingen verzwakken en misschien wordt de belangrijkste wisselkoers voor de USD - die ten opzichte van de EUR - uiteindelijk ook wel gedreven door de zwakte van de EUR, indien de hierboven geschetste politieke problemen niet worden opgelost. Als gevolg daarvan is onze prognose voor eind 2021 voor EUR/USD 1,15 - een sterkere dollar dan in december 2020 dus.

Andere valutatrends op lange termijn kunnen ingrijpender zijn. Kijk bijvoorbeeld naar de ontwikkelingen in de internationalisering van de CNY op lange termijn, waarbij deze munt misschien een belangrijkere reservemunt wordt in sommige landen met nauwe banden met China. Digitalisering, in de vorm van CBDC, zou ook een impact kunnen hebben op de wereldwijde valutamarkten in 2021 en daarna. Meer informatie hierover is te vinden in ons rapport 'Central bank digital currencies – Money reinvented' gepubliceerd in 2019.

### Gevolg #4 De nieuwe wereldorde: winnaars en achterblijvers

- Wereldwijd economisch leiderschap zal veranderen.
- Digitalisering om de manier waarop we met valuta's omgaan te veranderen.
- Strategische activa-allocatie (SAA) blijft belangrijk.



## Strategische activa-allocatie in een veranderende wereld

We weten al dat een effectieve strategische activa-allocatie (SAA) zorgt voor het grootste deel van het portefeuillerendement. Dit op een correcte manier doen is vooral belangrijk in een wereld die wordt gekenmerkt door zowel tijdelijke als structurele veranderingen in de waarde van de activa.

De scherpe marktbevingen in 2020 toonden twee dingen aan. Ten eerste onderstreepten ze dat het moeilijk is om de markttiming consequent correct te hebben - en dat ernaast zitten erg duur kan zijn voor de prestaties van de portefeuille. Een strategische benadering is dus noodzakelijk om tactische beleggingsbeslissingen aan te vullen. Ten tweede bleek uit de onderlinge samenhang van de waarde van activa in 2020 dat een eenvoudige en zeer statische diversificatie geen bescherming kan bieden tegen marktontwikkelingen. Zoals tijdens de GFC is aangetoond, kunnen de koersen van meerdere activaklassen tegelijk dalen. Een meer verfijnde diversificatie is nodig.

Wij geloven dat elke strategische activa-allocatiebenadering moet erkennen dat de relaties tussen activaklassen zullen veranderen, en dat de kracht en zekerheid rond sommige relaties groter is dan bij andere. Bij een strategische activa-allocatiebenadering in veranderende tijden kan het nodig zijn om een iets hogere theoretische toekomstige prestatie in te ruilen voor een iets lagere maar veel zekerder uitkomst. Het kan ook zinvol zijn om de strategische activa-allocatie aan te vullen met een extra element van wat wij risico-rendementengineering noemen.

## Impact #5

# Belangrijkste beleggingsthema's: Inzoomen op ESG

Een snel veranderende externe omgeving benadrukt de noodzaak om naar centrale beleggingsthema's te kijken, nu beleggers op zoek gaan naar indicatoren van langetermijntrends.

Figuur 14: Onze centrale thema's

Source: Deutsche Bank AG. Gegevens op December 1, 2020.



Zoals Figuur 14 toont, kunnen onze **centrale beleggingsthema's** worden geplaatst binnen de drie dimensies van technologie, demografie en het in stand houden van de wereld waarin we leven (duurzaamheid). De pandemie van 2020 heeft het belang van elk van deze dimensies opnieuw benadrukt. Technologie speelt een steeds grotere rol in vele sectoren én in ons leven - van gezondheidszorg tot thuiswerk. Beleggers zijn zich ook meer en meer bewust van de demografische ontwikkelingen, die waarschijnlijk een steeds grotere invloed zullen hebben op de prioriteiten van zowel het bedrijfsleven als de overheid (en dus op uitgaven en investeringsbeslissingen). Daarnaast zien we een groeiende belangstelling voor duurzaamheid, weer een reeds bestaande trend die door de crisis is versneld. Van deze tien sleutelthema's in Figuur 14 denken we dat cybersecurity, 5G, gezondheidszorg, millennials, het beheer van schaarse bronnen en de blauwe economie in 2021 bijzonder interessant zouden kunnen blijken.

Onze thema's kunnen als volgt worden samengevat:

## Technologie

- **Cybersecurity** is een absolute voorwaarde in een geglobaliseerde wereld - bijvoorbeeld voor de bescherming van kritieke infrastructuur, geconnecteerde mobiliteitssystemen en het digitale zorgsysteem. In de nieuwe, steeds meer gedigitaliseerde werkomgeving is cybersecurity essentieel voor bedrijven, particulieren en overheden.
- **Slimme mobiliteit** gaat veel verder dan autonoom rijden en brengt verkeersmanagement en infrastructuur met zich mee. Het is een noodzakelijk antwoord op zowel hogere verkeersdrukte als veranderende patronen van stedelijk wonen. Als gevolg daarvan zal het niet alleen gevolgen hebben voor de auto- en onderdelenindustrie, maar ook voor de energievoorziening en andere sectoren.
- **Artificiële intelligentie**: De zoektocht naar het 'intelligent' automatiseren van repetitieve taken, het anticiperen op menselijke handelingen/voorkeuren en het gedisciplineerd oplossen van problemen zal meerdere beleggingsopportuniteiten creëren. Artificiële intelligentie heeft een impact op meerdere sectoren, waaronder slimme mobiliteit.
- **5G** zal ons niet alleen helpen om effectiever te werken en te communiceren, maar ook om 'big data' te gebruiken en de industriële productiviteit op vele gebieden – waaronder de gezondheidszorg, de auto-industrie, de detailhandel, het onderwijs en de entertainmentindustrie – te verhogen. De mogelijkheden ervan zullen dus veel verder gaan dan de vorige 'generaties' van het netwerk en zich uitbreiden naar nieuwe industrieën en toepassingen.

## Demografie

- **Infrastructuur** is een belangrijke motor van groei op lange termijn en een middel om meer directe budgettaire stimulansen te geven terwijl we werken aan 'build back better'. De infrastructuur moet de veranderende levens- en werkpatronen weerspiegelen en zal een belangrijke groene component inhouden. Infrastructuur omvat meerdere elementen, van wegen en spoorwegen tot elektriciteitsnetwerken, watervoorziening of scholen en nog veel meer. Het zal de wereld van morgen vormgeven.
- De **gezondheidszorg** is een essentieel onderdeel van de samenleving, zoals de coronaviruscrisis heeft onderstreept. En de vergrijzende samenlevingen hebben behoefte aan betrouwbare gezondheidszorgsystemen. De toenemende vraag en de innovatie op het gebied van de behandeling van ziektes zullen zeker verschillende beleggingsopportuniteiten creëren.
- **Millennials** (geboren in de jaren tachtig en negentig) hebben andere consumptiegewoonten dan hun ouders en hebben de overgang naar een digitale en deeleconomie in een stroomversnelling gebracht. Met het verstrijken van de tijd is hun relatieve economische en politieke belang toegenomen en hun beleggings- en uitgavenpatronen zullen zowel de economische als de beleidsontwikkeling beïnvloeden.

## De wereld waarin we leven in stand houden

- **ESG**-beleggingen (milieu, maatschappij, bestuur) zijn in het algemeen blijven groeien en we worden ons steeds meer bewust van de uitdagingen waar we voor staan. Het optreden van de overheid heeft de belangstelling van beleggers aangewakkerd, met de jongere generaties als drijvende kracht.
- **'Resource stewardship'** (het beheer, het gebruik en het behoud van schaarse hulpbronnen) blijft een sleutelrol spelen in een wereld met een toenemende bevolking en stijgende welvaart. De stijgende bevolking in de middenklasse en de verstedelijking creëren uitdagingen die investeringen het hoofd kunnen bieden. Een strengere regelgeving door de autoriteiten en de nadruk op het 'vergroenen' van de afvalsector (terugwinnen, recycleren, hergebruiken en verminderen) is al merkbaar en zou moeten leiden tot grotere kapitaaluitgaven.

- **De Blauwe economie** is een effectief beheer van de aquatische hulpbronnen op aarde en is essentieel voor het behoud van de biodiversiteit en het beperken van de klimaatverandering. De financieringsmodellen zijn aan het veranderen nu technologie ons meer inzicht geeft in de werking ervan.

## Nieuw sleutelthema: de blauwe economie

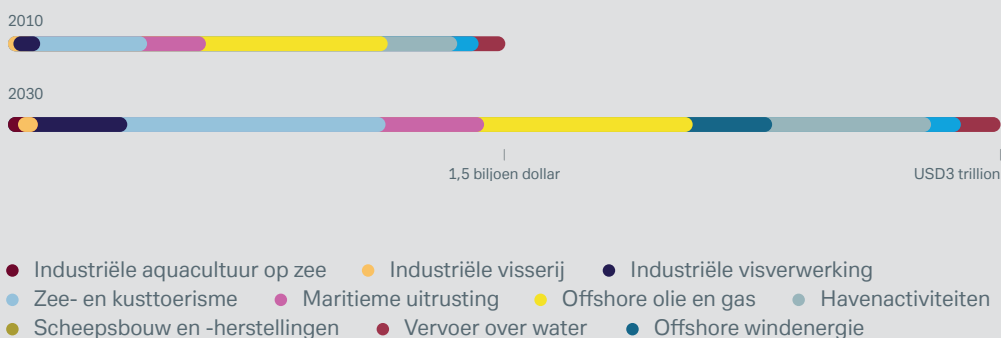
De blauwe economie – de economische activiteit in de oceanen, kustregio's en zoetwatergebieden - is complex en wordt vaak niet goed begrepen. Volgens schattingen genereert zij jaarlijks ongeveer 2,5 biljoen dollar aan economische waarde en de verwachting is dat dit bedrag nog verder zal toenemen.

Deze blauwe economie staat voor meerdere uitdagingen, waarvan sommige specifiek geografisch zijn en andere breder en meer existentieel - bijvoorbeeld rond de opwarming van de oceanen en de gevolgen daarvan voor hun vermogen om de klimaatverandering te verbeteren. Regimes voor oceaanbeheer zijn fragmentarisch en hebben te lijden onder de 'tragedie van het gemeengoed' (wanneer individuele acties de collectieve situatie verergeren). Ook de financieringssysteem zijn onderontwikkeld. De huidige investeringsuitdagingen omvatten het grote gewicht van de overheid daarin en een gebrek aan afstemming rond belastingen, subsidies en andere economische stimulansen.

Maar we zien nu dat er een meer innovatieve financiering voor investeringen in de blauwe economie tot stand komt. Technologie zal waarschijnlijk een steeds grotere rol spelen, niet in de laatste plaats in datavoorziening. Dit zal ons in staat stellen om beter te begrijpen hoe complexe mariene relaties werken - en hoe we ondernemerschap en milieu met elkaar kunnen verzoenen. Dit zal waarschijnlijk gebeuren door bestaande mariene industrieën te herbestemmen en nieuwe industrieën te creëren (Figuur 15). Dit is een gebied waar milieubewuste beleggers echt een verschil kunnen maken.

Figuur 15: Verwachte bijdragen aan de output van de blauwe economie

Bron: OESO, Niehörster and Murnane (2018), Deutsche Bank AG. Gegevens op 1 december 2020.





## Appendix 1

# Samenvatting van onze visie op de activaklassen voor 2021 (1/2)

Veel van de langetermijnontwikkelingen die we in deze outlook beschrijven, zullen zich in 2021 manifesteren en het beleggingsklimaat voor het komende jaar vormgeven. Lage rendementen voor langere tijd, samen met een divergent economisch herstel (waarbij Azië als eerste de crisis in ging en ook weer uit komt) behoren tot de belangrijkste drijfveren van onze visie op de kapitaalmarkten zoals hieronder samengevat.



**Kernoverheidsobligaties: niet overwegen.** De Amerikaanse rentevoeten zullen naar verwachting licht stijgen, maar het risico op een grotere piek bestaat en die zal de beleggingen treffen. Zeer lage of negatieve kernobligatierendementen elders (bijvoorbeeld in Duitsland en Japan) limiteren de ruimte voor winst en de rol van diversifiërende factor in de portefeuille is beperkt. **Prognoses eind december 2021: Amerikaanse Treasuries op 10 jaar 1,00%; JGB's op 10 jaar 0,0%; Bunds op 10 jaar -0,50%.**



**Investment grade: beperkte winsten.** De spread (= renteverskil) is verminderd en kan nog verder dalen door een gunstige technische context, waaronder de kans op een veel lager aanbod in 2021 na het massale aanbod in 2020. Maar de huidige rendementen zijn laag of zelfs negatief en de verdere steun van de centrale bank is niet voor eeuwig gegarandeerd. **Voorspelde spreads voor eind december 2021: U.S. IG (BarCap U.S. Credit) 90bp, EUR IG (iBoxx EUR Corp) 85bp.**



**High yield: selectieve opportuniteiten.** de hoge liquiditeit van de centrale banken helpt, althans voor nu, de hoge carry is aantrekkelijk en de vrees voor defaults is niet volledig uitgekomen. Maar er is wel reden om voorzichtig te zijn met betrekking tot bepaalde coronavirus-beïnvloede industrieën. **Voorspelde spreads voor eind december 2021: U.S. HY (Barclays U.S. HY) 370bp, EUR HY (ML EUR Non-Financials) 380bp.**



**Obligaties uit de groei landen in sterke munt: aantrekkelijk.** Overheidsobligaties uit groei landen zijn op selectieve basis aantrekkelijk, maar bedrijfsobligaties kunnen om drie redenen aantrekkelijker zijn: een lager duratierisico, meer granulaire indices (waardoor diversificatie gemakkelijker wordt) en bedrijven die kunnen profiteren van de heropleving van de wereldhandel en de regionale handelsverdragen - het meest uitgesproken in Azië. **Voorspelde spreads voor eind december 2021: EM Sovereign (EMBIG Div) 350bp, EM Credit CEMBI Broad 320bp.**



**Amerikaanse aandelen: ruimte voor meer.** Verdere winsten zijn waarschijnlijk, maar met volatiliteit. De nog steeds lage rentes en hoge liquiditeitsinjecties zijn een steun, met een blijvend voordeel door het hogere gewicht van technologie in de index. De waarderingen zijn echter sterk gestegen in 2020 en er is nog steeds onzekerheid over hoe snel de winst zich in 2021 zal herstellen. **Objectief voor de S&P 500 eind december 2021: 3.800.**

## Appendix 1

# Samenvatting van onze visie op de activaklassen voor 2021 (2/2)



**Europese aandelen: hevige strijd.** Het herstel van de winsten in Europa kan worden belemmerd door het trage herstel na het coronavirus. De ECB zal steun blijven verlenen, maar er blijven een aantal politieke risico's bestaan. De winsten van Europese bedrijven zullen pas in 2023 volledig herstellen. In tussentijd is de sectorsamenstelling van de index ook minder gunstig en wijzen de aarzelende opwaartse winstherzieningen erop dat de waarderingen (= koerswinstverhouding) beneden de Amerikaanse zullen blijven. **Objectief voor de Euro stoxx 50 eind december 2021: 3.500. Voor de Stoxx Europe 600: 400.**



**Japanse aandelen: redenen voor hoop.** De bedrijven worden nog steeds ondersteund door een sterke balans, een lage schuldgraad en een accommoderend monetair beleid van de BoJ. De regering van Suga zal ook hogere ICT-investeringen ondersteunen. Maar exportgerichte bedrijven moeten nog steeds door een moeilijke externe omgeving navigeren. De lagere waardering t.o.v. de S&P 500 beweegt zich in een bandbreedte. **Objectief voor de MSCI Japan eind december 2021: 1.100**



**Aandelen uit de groeielanden: positief, Azië in het bijzonder.** China en regionale handelspartners profiteren van het 'first in, first out' coronavirusherstel en Zuid-Korea en Taiwan van een hoge weging in technologie. Ook de Aziatische bedrijfswinsten herstellen zich sneller. Een regionaal voordeel dat waarschijnlijk zal worden bevestigd als onderdeel van een seculiere verschuiving naar Azië. **Objectief voor de MSCI Emerging Markets eind december 2021: 1.280**



**Goud: geen vriend van goed weer.** De koers zal waarschijnlijk onder druk komen door het wereldwijde economische herstel in 2021, ondanks het feit dat de accommoderende monetaire en fiscale beleidsregelingen in de hele wereld nog steeds enige steun bieden. Wereldwijde tegenslagen bij het herstel en/of toegenomen indicaties voor inflatie kunnen een tijdelijke opstoot van de goudkoers veroorzaken door een hogere vraag van beleggers, en de zwakte van de USD zou kunnen keren. Negatieve reële rendementen zouden de goudkoers moeten ondersteunen. **Objectief voor de Goud eind december 2021: 2.100 dollar/ons**



**Olie: beperkte koerswinsten.** Het wereldwijde economische herstel stimuleert langzaam de vraag, terwijl de OPEC+ inspanningen om het aanbod in te dammen kunnen haperen, met name gezien de dreiging van een opleving van de Amerikaanse schalieproductie. De voortzetting van de productiediscipline is nodig om de voorraden terug te brengen tot een meer normaal historisch niveau en de weg vrij te maken voor een duurzaam prijsherstel. **Objectief voor de WTI Olie eind december 2021: 49 dollar per vat.**

## Appendix 2

# Macro-economische vooruitzichten

	2020 Vooruitzicht	2021 Vooruitzicht
<b>bbp groei (%)</b>		
VS*	-4,4	4,0
Eurozone	-8,5	5,5
Duitsland	-6,0	4,5
Frankrijk	-9,5	6,5
Italië	-10,0	5,0
Spanje	-12,0	6,5
VK	-10,0	4,5
Japan	-5,5	3,0
China	2,2	8,2
India	-9,5	10,0
Rusland	-4,0	3,0
Brazilië	-5,5	2,5
Wereld	-4,3	5,2
<b>Inflatie (%)</b>		
VS*	1,6	1,8
Eurozone	0,3	1,0
Duitsland	0,4	1,2
Japan	0,0	0,2
China	2,9	2,0



Bron: Deutsche Bank AG. Gegevens op 12 november 2020.

Dit is een marketingdocument. In het verleden behaalde resultaten zijn geen indicatie voor toekomstig rendement. Prognoses zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige prestaties. Uw kapitaal kan in gevaar komen. Lezers dienen de disclaimer te lezen op het einde van het document. Opgemaakt in december 2020.

## Appendix 2

# Vooruitzichten activaklassen

### Vooruitzichten obligatierende- menten en spreads einde 2021

United States (2-year Treasuries)	0,25%
United States (10-year Treasuries)	1,00%
United States (30-year Treasuries)	1,75%
USD IG Corp (BarCap U.S. Credit)	90bp
USD HY (Barclays U.S. HY)	370bp
Germany (2-year Schatz)	-0,80%
Germany (10-year Bunds)	-0,50%
Germany (30-year Bunds)	-0,10%
United Kingdom (10-year Gilts)	0,30%
EUR IG Corp (iBox Eur Corp all)	85bp
EUR HY (ML Eur Non-Fin HY Constr.)	380bp
Japan (2-year JGB)	-0,10%
Japan (10-year JGB)	0,0%
Asia Credit (JACI)	300bp
EM Sovereign (EMBIG Div.)	350bp
EM Credit (CEMBI Broad)	320bp

### Vooruitzichten FX einde 2021

EUR vs. USD	1,15
USD vs. JPY	105
EUR vs. JPY	120
EUR vs. GBP	0,90
GBP vs. USD	1,27
USD vs. CNY	6,80

### Vooruitzichten aandelenindexen einde 2021

Verenigde Staten (S&P 500)	3.800
Duitsland (DAX)	14.000
Eurozone (Eurostoxx 50)	3.500
Europa (Stoxx600)	400
Japan (MSCI Japan)	1.100
Zwitserland (SMI)	10.900
Verenigd Koninkrijk (FTSE 100)	6.400
Groeimarkten (MSCI EM)	1.280
Azië ex Japan (MSCI Asia ex Japan)	850
Australië (MSCI Australia)	1.250

### Vooruitzichten grondstoffen einde 2021

Goud (dollar/ons)	2.100
Olie (WTI, dollar per vat)	49

Source: Deutsche Bank AG. Forecasts as of November 12, 2020.

Dit is een marketingdocument. In het verleden behaalde resultaten zijn geen indicatie voor toekomstig rendement. Prognoses zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige prestaties. Uw kapitaal kan in gevaar komen. Lezers dienen de disclaimer te lezen op het einde van het document. Opgemaakt in december 2020.



## Glossary

De **blauwe economie** heeft betrekking op de economische activiteiten in de oceanen, kust- en zoetwatergebieden.

**CNY** is de Chinese Yuan, de munteenheid uit China.

De **consumentenprijsindex (CPI)** meet de prijs van een mandje producten en diensten dat gebaseerd is op de typische consumptie van een particulier huishouden.

**ESG-beleggingen** streven doelstellingen na op het gebied van milieu, maatschappij en ondernemingsbestuur.

De **Federal Reserve (Fed)** is de centrale bank van de Verenigde Staten. Haar **Federal Open Market Committee (FOMC)** komt bijeen om het rentebeleid te bepalen.

**Fiscaal beleid** heeft betrekking op het gebruik van overheidsuitgaven en -inkomsten voor algemene of specifieke doelstellingen.

**Keynesiaanse benaderingen** proberen het niveau van de totale vraag te gebruiken om de economische productie te beïnvloeden.

De **liquiditeitsval** is een situatie, in tijden van lage of negatieve rentevoeten, waarin mensen liever op contant geld zitten, wat de werking van het monetaire beleid belemmert.

**Alfred Marshall** (1842-1924) was een Engelse econoom die wordt beschouwd als een van de grondleggers van de neoklassieke theorie.

**Mega-cap aandelen** zijn bedrijven met zeer grote marktkapitalisaties, waardoor ze zeer belangrijk zijn voor de prestaties van de market-cap-gewogen indexen.

**Millennials** is een term die wordt gebruikt om te verwijzen naar mensen die in de jaren '80 en '90 zijn geboren, hoewel deze definitie kan variëren: een gemeenschappelijk tijdsbestek dat wordt gebruikt is 1981-1996.

**Monetair beleid** werkt van oudsher door middel van veranderende rentetarieven of geldhoeveelheid om doelstellingen te bereiken.

**Morningstar** is een bedrijf dat onafhankelijk financieel onderzoek en ratings levert.

De **S&P 500 Index** omvat 500 toonaangevende Amerikaanse bedrijven die ongeveer 80% van de beschikbare Amerikaanse marktkapitalisatie vertegenwoordigen.

**Josef Schumpeter** (1883-1950) was een Oostenrijkse econoom, met werken over bedrijfscycli en ontwikkeling.

De **Stoxx Europe 600** omvat 600 bedrijven in 18 landen van de Europese Unie.

Een **strategisch activa-allocatieproces** houdt in dat de voorkeur wordt gegeven aan toewijzingen voor activaklassen op middellange tot lange termijn.

## Belangrijke informatie

### Algemeen

Dit document mag niet worden verspreid in Canada of Japan. Dit document is alleen bedoeld voor niet-professionele en professionele beleggers.

Dit document wordt te goeder trouw verstrekt via Deutsche Bank AG, haar bijkantoren (zoals toegestaan in de relevante jurisdicties), gelieerde ondernemingen en haar leidinggevenden en werknemers (hierna gezamenlijk aangeduid als 'Deutsche Bank') verstrekt dit document te goeder trouw. De inhoud is alleen bedoeld om u te informeren en is niet bedoeld als een aanbod, aanbeveling of verzoek om enige belegging, of enig effect, financiële instrument of ander specifiek product te kopen of te verkopen, of om een transactie af te sluiten of om onderzoek, beleggingsonderzoek of beleggingsaanbevelingen te verrichten, in welke jurisdictie dan ook. Alle informatie in dit document is bedoeld om in zijn geheel te worden beoordeeld.

Als een bepaling uit deze exoneratieverklaring (disclaimer) niet afdwingbaar wordt geacht door enige bevoegde gerechtelijke instantie, dan blijven de overige bepalingen onverminderd van kracht en van toepassing. Dit document is opgesteld als een algemeen commentaar op de markt, zonder daarbij rekening te houden met de beleggingsbehoeften, de doelstellingen of de financiële omstandigheden van enige belegger. Beleggingen zijn onderhevig aan generieke marktrisico's die voortvloeien uit of specifiek zijn voor het instrument of die verbonden zijn aan de desbetreffende uitgevende instelling. Mochten deze risico's zich verwezenlijken, dan kunnen beleggers verlies lijden, inclusief (maar niet beperkt tot) het verlies van het volledige belegde kapitaal. De waarde van de beleggingen kan zowel stijgen als dalen en u krijgt mogelijk het op enig moment door u belegde bedrag niet terug. Dit document geeft noch alle (directe en indirecte) risico's aan noch andere overwegingen die voor een belegger van belang kunnen zijn bij het nemen van een beleggingsbeslissing.

Dit document en alle in dit document opgenomen informatie worden verstrekt 'in de staat waarin deze zich momenteel bevinden' en 'zoals beschikbaar'. Deutsche Bank geeft geen garantie, uitdrukkelijk noch impliciet, met betrekking tot enige verklaring of informatie die hierin staat of in verband met dit document. Alle meningen, marktprijzen, schattingen, toekomstgerichte uitspraken, hypothetische verklaringen, verwachte rendementen of overige meningen die tot de hierin vervatte financiële conclusies leiden, weerspiegelen het subjectieve oordeel van Deutsche Bank op de datum van dit document. Zonder daartoe te zijn beperkt, geeft Deutsche Bank geen garantie voor de nauwkeurigheid, deugdelijkheid, volledigheid, betrouwbaarheid, tijdigheid of beschikbaarheid van dit document of van enige informatie in dit document en Deutsche Bank wijst met nadruk de verantwoordelijkheid af voor fouten of onvolkomenheden hierin. Toekomstgerichte verklaringen berusten voor een aanzienlijk deel op subjectieve oordelen en analyses; veranderingen daarin en/of het in aanmerking nemen van andere of aanvullende factoren kan een wezenlijke impact hebben op de aangegeven resultaten. Werkelijke resultaten kunnen daarom aanzienlijk afwijken van de hierin vervatte resultaten.

Deutsche Bank aanvaardt geen enkele verplichting om de informatie in dit document bij te werken of beleggers te informeren over de beschikbaarheid van bijgewerkte informatie. De informatie in dit document kan zonder kennisgeving worden gewijzigd, is gebaseerd op een aantal veronderstellingen die niet geldig kunnen blijken te zijn, en kan afwijken van conclusies die door andere afdelingen binnen Deutsche Bank zijn geformuleerd. Hoewel de informatie in dit document met de nodige zorgvuldigheid is samengesteld door Deutsche Bank en hoewel ze afgeleid is uit bronnen die Deutsche Bank als betrouwbaar en geloofwaardig acht, kan Deutsche Bank niet garanderen of waarborgen dat de informatie volledig, juist of accuraat is en dient daarop als zodanig niet te worden vertrouwd. Dit document kan voor uw gemak verwijzingen bevatten naar websites en overige externe bronnen. Deutsche Bank kan niet aansprakelijk worden gesteld voor hun inhoud en hun inhoud maakt geen deel uit van dit document. Het openen van externe bronnen geschiedt op eigen risico.

Alvorens een beleggingsbeslissing te nemen, dienen beleggers met of zonder de hulp van een beleggingsadviseur te overwegen of de door Deutsche Bank omschreven of aangedragen beleggingen en strategieën stroken met hun beleggingsbehoeften, doelstellingen, financiële omstandigheden en de specifieke kenmerken van het instrument. Bij het nemen van een beleggingsbeslissing mogen potentiële beleggers niet vertrouwen op dit document, maar alleen op de inhoud van de definitieve documenten waarmee de belegging wordt aangeboden.

Als wereldwijde aanbieder van financiële diensten heeft Deutsche Bank nu en dan te maken met daadwerkelijke of mogelijke belangenconflicten. Het beleid van Deutsche Bank is gericht op het nemen van alle noodzakelijke stappen om doeltreffende organisatorische en administratieve maatregelen te treffen en te handhaven teneinde dergelijke conflicten te herkennen en te beheersen. Het is de verantwoordelijkheid van het senior management van Deutsche Bank om ervoor te zorgen dat de systemen, de controles en de procedures van Deutsche Bank gevallen van belangenconflicten kunnen herkennen en beheersen.

Deutsche Bank verleent geen belastingadvies of juridisch advies, in het algemeen noch in dit document, en niets in dit document mag worden geïnterpreteerd als een beleggingsadvies van Deutsche Bank aan enig persoon. Beleggers dienen advies in te winnen van hun belastingadviseurs, juristen en beleggingsadviseurs bij het overwegen van de door Deutsche Bank omschreven beleggingen en strategieën. Tenzij in een specifiek geval anders is bepaald, zijn beleggingsinstrumenten niet verzekerd door enige overheidsinstantie, vallen zij niet onder depositogarantiestelsels en worden zij niet gegarandeerd, ook niet door Deutsche Bank.

Dit document mag niet worden veelevoudigd of verspreid zonder de uitdrukkelijke, schriftelijke toestemming van Deutsche Bank. Deutsche Bank verbiedt uitdrukkelijk de verspreiding en de overdracht van dit materiaal aan derden. Deutsche Bank aanvaardt geen enkele aansprakelijkheid voortkomend uit het gebruik of de verspreiding van dit materiaal of uit handelingen of beslissingen die de belegger heeft uitgevoerd of genomen of in de toekomst zal uitvoeren of nemen met betrekking tot in dit document vermelde beleggingen.

De wijze van verspreiding en verdeling van dit document kan bij wet of besluit worden beperkt in bepaalde landen, onder andere de Verenigde Staten. Dit document is niet bestemd voor of bedoeld om verspreid of gebruikt te worden door een persoon of entiteit die een burger of inwoner is van of gevestigd is in een plaats, een provincie, een land of elke andere jurisdictie waar een dergelijke verspreiding, openbaarmaking, beschikbaarheid of gebruik in strijd zou zijn met de wet- of regelgeving of die Deutsche Bank zou onderwerpen aan een registratie- of vergunningplicht binnen een dergelijke jurisdictie waaraan op dit moment niet wordt voldaan. Personen in wiens bezit dit document komt, zijn gehouden zichzelf te informeren over dergelijke beperkingen en deze vervolgens na te leven.

## Belangrijke informatie

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Niets in dit document houdt enige verantwoordelijkheid, garantie of voorspelling in ten aanzien van toekomstige resultaten. Meer informatie is beschikbaar op verzoek van de belegger.

### Koninkrijk België

Dit document is verdeeld in België door Deutsche Bank AG via haar Brusselse vestiging. Deutsche Bank AG is een naamloze vennootschap ('Aktiengesellschaft') naar het recht van de Bondsrepubliek Duitsland, met een vergunning voor het uitvoeren van bankzaken en het bieden van financiële diensten onder het toezicht en de controle van de Europese Centrale Bank ('ECB') en van de Duitse toezichthouder voor de financiële markten ('Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht' of 'BaFin'). De firma Deutsche Bank AG, Vestiging van Brussel, heeft als maatschappelijke zetel Marnixlaan 13-15, B-1000 Brussel, en is in het RPR Brussel ingeschreven onder het Btw-nummer BE 0418.371.094. Overige informatie is beschikbaar op verzoek en te raadplegen via [www.deutschebank.be](http://www.deutschebank.be).



