

# Perspektiven



## Mai 2021

---

### ➤ **Volkswirtschaft: Staatliche Investitionen, kräftiger Aufschwung**

Der Wiederaufbaufonds der EU könnte dazu beitragen, die strukturelle Wachstumsschwäche in der Gemeinschaft zu beheben. In den USA springt der Konsum an und stützt massiv die Konjunkturerholung.

### ➤ **Renten: Begrenzter Renditeanstieg**

In den USA könnten die Renditen künftig wieder stärker zulegen. In der Eurozone dürfte die EZB die Kurse der Staatsanleihen stützen, wovon auch Unternehmensanleihen profitieren.

### ➤ **Aktien: Erfolg mit Substanz**

Ein wichtiger Faktor für die globalen Aktienmärkte bleibt COVID-19. Die erfolgreiche Eindämmung könnte zyklische Werte stützen. Die Steuerpläne der US-Regierung treffen auch deutsche Unternehmen.

### ➤ **Rohstoffe: Kohle und Metalle im Sog der Konjunkturerholung**

Begrenzte Produktionskapazitäten und eine starke Nachfrage verhalfen Kohle zuletzt zu einem starken Preisanstieg. Kupfer, Palladium und Aluminium könnten nachhaltig vom globalen Aufschwung profitieren.

### ➤ **Liquidität: Die Inflation ist nicht genug**

Die führenden Notenbanken formulieren zunehmend neue Aufgaben, die über die klassische Geldpolitik hinausgehen. Dies könnte zu Zielkonflikten und einer Destabilisierung der Finanzmärkte führen.

### ➤ **Immobilien: Erschwinglicher Wohnraum**

Die Pandemie konnte Wohnimmobilien in Deutschland kaum etwas anhaben. Ein begrenztes Angebot und günstige Finanzierungsbedingungen stützen trotz hoher Preise weiterhin den Markt.

## Volkswirtschaft: Staatliche Investitionen, kräftiger Aufschwung

Das Bundesverfassungsgericht hat Mitte April den Eilantrag gegen den Wiederaufbaufonds der Europäischen Union (NGEU = Next Generation EU) zurückgewiesen. Damit ist der Weg für eine Ratifizierung des Finanzierungsinstruments mit einem Gesamtvolumen von 750 Milliarden Euro auch in Europas größter Volkswirtschaft frei. Mit NGEU sollen die wirtschaftlichen und sozialen Auswirkungen der Corona-Krise in der EU eingedämmt und gemildert werden. Ohnehin sind hohe staatliche Investitionen erforderlich, um strukturelle Wachstumsschwächen zu beseitigen. Inzwischen klafft Schätzungen zufolge in der Eurozone eine Investitionslücke von 1,7 Billionen Euro.

**Hohe Unsicherheit.** Die Chancen, dass erste Auszahlungen aus dem Wiederaufbaufonds noch 2021 erfolgen können, stehen gut. Zwar wird die Investitionslücke alleine mit den staatlichen Mitteln nicht geschlossen werden können. In der Regel ziehen Investitionen der öffentlichen Hand aber noch einmal private in vergleichbarer Höhe nach sich, so eine Studie des Internationalen Währungsfonds (IWF). Allerdings sind nur 310 Milliarden Euro der NGEU-Mittel Zuschüsse. Die Nachfrage nach Kredithilfen fällt erfahrungsgemäß deutlich geringer aus. Die Mitgliedsländer dürften zunächst abwarten, ob die Zuschüsse nicht ausreichen, bevor sie ihre Verschuldung weiter nach oben treiben.

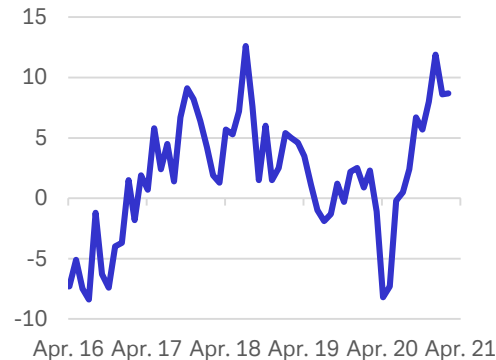
Außerdem werden EU-Fördermittel häufig nicht abgerufen, weil administrative Kapazitäten fehlen. Eine weitere Hürde ist die Kreditvergabe, um private Investitionen in ausreichendem Umfang zu ermöglichen. Mit Blick auf die zu erwartenden krisenbedingten Ausfälle in den Bilanzen der jeweiligen Geschäftsbanken könnte dies die Kreditvergabekapazität der Banken überfordern.

In diesem Zusammenhang wäre es wünschenswert, Reformprojekte in der EU voranzutreiben. Dazu gehören etwa ein einheitliches Insolvenzrecht, die Vollendung der Kapitalmarktunion oder die Alterssicherung. So könnten zusätzliche Potenziale des gemeinsamen Marktes gehoben werden, die den Mitgliedstaaten fiskalischen Spielraum für weitere Investitionen verschaffen.

**Starke Erholung.** Noch besser als erwartet ist die US-Wirtschaft ins neue Jahr gestartet – und überraschte mit einem annualisierten Wachstum von 6,4% im 1. Quartal. Die Investitionen kletterten um 9,9%, die Bauausgaben um 10,8%. Eine besonders wichtige Rolle für den Aufschwung spielen die Verbraucher, die von der US-Regierung COVID-Schecks erhielten: Die Konsumausgaben stiegen um 10,7% – obwohl die Haushalte bisher nur einen Teil der staatlichen Transfers ausgegeben haben.

### Kapitalgüteraufträge in den USA

(Angaben in Prozent, Veränderung ggü. Vorjahr)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 26.04.2021

Die verfügbaren Einkommen legten annualisiert um 61,3%, die Sparquote auf 21% zu. Dies lässt angesichts der erfolgreichen Pandemiebekämpfung auch auf ein starkes 2. Quartal hoffen. Im März überraschten die Einzelhandelsumsätze bereits mit knapp 10% Plus im Vergleich zum Vormonat. Die Umsätze in Bars und Restaurants sind sprunghaft gestiegen. Sie lagen zuletzt nur noch rund 5% unter Vorkrisenniveau, während die Verkäufe in Bekleidungsgeschäften die alten Werte sogar schon wieder überschreiten. Der Nachfrageschub bei teureren Produkten wie Autos, Elektronik und Möbeln signalisiert ebenfalls mehr Zuversicht bei den Privathaushalten.

Positive Signale kommen auch vom Arbeitsmarkt: Die Zahl der Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe sank Anfang April auf den niedrigsten Stand seit März 2020. Dass die Industrieproduktion mit einem Vormonatsanstieg von 1,4% im März hinter den Erwartungen zurückblieb, stellt die Erholung der US-Wirtschaft nicht infrage. Der seit einigen Monaten herrschende Chipmangel bremst die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe.

## Renten: Begrenzter Renditeanstieg

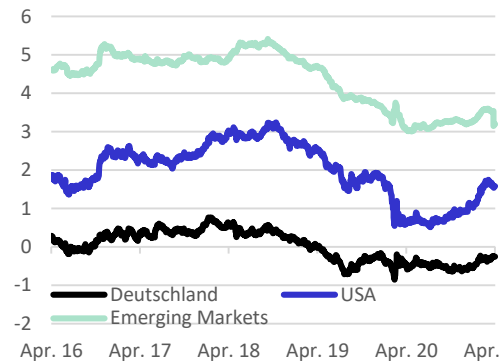
Der Aufwärtstrend bei den Kapitalmarktzinsen in den USA scheint vorerst gestoppt. Markierte die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen mit 1,77% Ende März noch ein 14-Monatshoch, gab sie im April zwischenzeitlich bis auf 1,52% nach – obwohl viele Konjunkturdaten eine stärkere Erholung der US-Wirtschaft nahelegen als bislang angenommen. Die jüngsten Inflationsdaten sind jedoch moderat ausgefallen und haben zu einer Beruhigung beigetragen.

Nach Einschätzung der Postbank handelt es sich aber lediglich um eine vorübergehende Marktkonsolidierung, die im Wesentlichen zwei Ursachen hat: Erstens lockt der Renditeanstieg bei den US-Papieren verstärkt institutionelle Anleger aus dem Ausland an. So haben sich nicht nur japanische Pensionsfonds und Lebensversicherungen eingedeckt. Auch China weitet seit November 2020 seine Bestände Monat für Monat weiter aus. Und zweitens wurden offenbar viele Rentenmarktinvestoren auf dem falschen Fuß erwischt: Einer Umfrage zufolge hatten 90% der befragten Anleger einen weiteren Renditeschub um 25 Basispunkte erwartet. Entsprechend waren sie zur Glattstellung von Provisionen gezwungen, als die Renditen nachgaben. Im weiteren Jahresverlauf könnte der Renditeanstieg aber wieder Fahrt aufnehmen.

**Stabile Renditen.** Nach der jüngsten Sitzung der Europäischen Zentralbank (EZB) ist ein weiterer deutlicher Anstieg der Risikoprämien europäischer Staatsanleihen unwahrscheinlich. Die Währungshüter haben im Anschluss an das turnusmäßige Treffen Ende April erneut betont, die Anleihekäufe im Rahmen des Nothilfe-Ankaufprogramms PEPP im Vergleich zu den ersten Monaten des Jahres zu beschleunigen. Das ist zwar nicht neu, schon nach der März-Sitzung hatten die Notenbanker das Tempo angezogen. Klar scheint aber auch: Die EZB sieht nach wie vor Risiken für die Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt. Um die Erholung nicht zu gefährden, dürften die Währungshüter die weitere Entwicklung der Kapitalmarkrenditen genau im Auge behalten und einen allzu starken Anstieg durch entsprechende Maßnahmen dämpfen.

Unter dem Strich ist in dieser Gemengelage die Wahrscheinlichkeit geldpolitischer Kursänderungen im Euroraum bis auf Weiteres gering. Auch die Aussage von EZB-Präsidentin Christine Lagarde, es sei noch zu früh, über ein Zurückfahren der Anleihekäufe zu diskutieren, kann dahingehend interpretiert werden.

### Laufende Rendite ausgewählter 10-jähriger Staatsanleihen (Angabe in Prozentpunkten)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 27.04.2021

Die Renditeaufschläge von Anleihen der Euro-Peripheriestaaten sollten damit im historischen Vergleich niedrig bleiben.

**Wenig Pleiten.** Bei Unternehmensanleihen ist die globale Pleitewelle dank billionenschwerer Corona-Hilfen weniger stark ausgeprägt als etwa nach der Großen Finanzmarktkrise 2009 oder dem Platzen der Internetblase 2001. Die langfristigen Folgen ultraniedriger Refinanzierungskonditionen, staatlicher Garantien und Direkthilfen sind aber noch nicht zu beziffern. Berühmte „Zombie-Unternehmen“, die eigentlich unprofitabel sind, könnten auf Jahre hinaus die Produktivität der Volkswirtschaften belasten. Was für die Wirtschaft Gegenwind bedeutet, kann für den Anleiheinvestor gut sein. Denn seit 2004 befinden sich die globalen Zahlungsausfälle im strukturellen Abwärtstrend. Die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen zeigen sich im langjährigen Durchschnitt stabil. In der Eurozone liegen die laufenden Verzinsungen für Firmenchancen mit hoher Bonität aber gerade einmal bei 0,3%. Trotz der Mehrverzinsung von 0,8-Punkten im Vergleich zu Staatsanleihen erscheint die Rendite kaum interessant.

## Aktien: Erfolg mit Substanz

An den internationalen Aktienmärkten herrscht weiter großer Optimismus. Auch im April haben bedeutende Leitindizes Rekordstände markiert. Angesichts der Rekordjagd an den Börsen stellt sich allerdings zwangsläufig die Frage, welche Marktbereiche noch verhältnismäßig günstig bewertet sind. Nach Einschätzung der Postbank trifft das vor allem auf europäische Substanzwerte (engl.: Value) zu. Diese finden sich in den Sektoren Finanzen, Energie sowie Stahl und Bergbau.

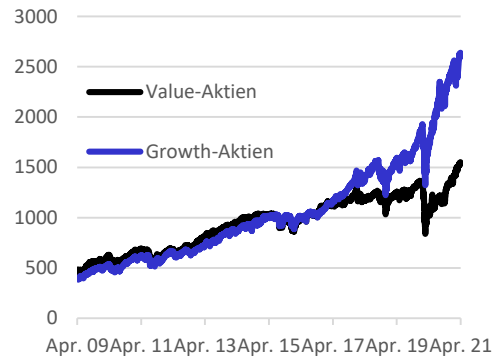
Unter den zyklischen Marktbereichen sticht der Bausektor in Europa hervor. In den letzten drei Monaten erzielte dort jeder Titel einen größeren Kursgewinn als der Gesamtmarkt. Insgesamt legte der Sektor um rund 9% zu. Gleichzeitig hat die Analystengemeinde ihre Gewinn- und Dividendenprognosen zuletzt deutlich nach oben korrigiert, die Bewertung ist deshalb sogar noch gesunken. Gemessen an den Kennzahlen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) und Dividendenrendite werden Bauaktien weiterhin mit einem hohen Abschlag von gut 20% zum marktbreiten Index MSCI Europe gehandelt.

**Mehr Mut.** Bei den Risiken für Aktienanlagen rangieren aktuell eine Straffung der Geldpolitik und eine zunehmende Inflation ganz vorn. Das ergab die weltweite Befragung von Fondsmanagern im März. Viele Notenbanken sehen das offenbar ähnlich und haben inzwischen ihr Bekenntnis zu einem expansiven Kurs bis weit ins nächste Jahr hinein erneuert.

Zu den Top-Risiken zählen die befragten Fondsmanager weiterhin die Corona-Pandemie. Die starke US-Konjunktur und das hohe Tempo bei den Impfungen haben aber im 1. Quartal 2021 „Value“-Investoren ermutigt, günstig bewertete US-Unternehmen ins Depot zu nehmen. Mit Erfolg: In den USA entwickelten sich die im Russel 1.000 gelisteten Titel um 18%-Punkte besser als Wachstumswerte („Growth“).

Der Impfverlauf und steigende Neuinfektionszahlen in Europa haben zuletzt wieder das Interesse an wachstumsstarken Technologieaktien steigen lassen. Die Postbank erwartet allerdings nicht, dass Growth nun sein beeindruckendes Bewertungsplus von 370%-Punkten gegenüber Value seit 2009 erneut ausbauen kann – zumal Value-Aktien in den kommenden Monaten eine bessere Gewinnentwicklung als Wachstumstitel aufweisen sollten.

### Russell 1.000: Kursentwicklung Value- und Growth-Aktien (Angaben in Indexpunkten)



Quelle: Datastream; Stand: 29.04.2021

**Höhere Steuern.** Die US-Regierung plant ein gewaltiges Fiskalprogramm. Präsident Joe Biden will bis 2030 rund 2 Billionen US-Dollar in die marode Infrastruktur und das Gesundheitssystem des Landes pumpen. Finanziert werden soll das Ausgabenpaket über eine Erhöhung der Unternehmenssteuern von 21 auf 28%. Dagegen haben sich aber bereits konservative Demokraten und Republikaner ausgesprochen, eine Einigung könnte bei 25% liegen. Betroffen wäre auch die deutsche Wirtschaft. Die USA sind nicht nur der wichtigste Exportmarkt. Insgesamt haben sich dort auch 4.500 Firmen mit 900.000 Beschäftigten und einem Jahresumsatz von 500 Milliarden US-Dollar angesiedelt.

Die Postbank hat den Gesamteffekt aus Infrastrukturprogramm und höherer Steuerbelastung analysiert. Demnach übersteigt im Durchschnitt über alle Branchen die geplante Steuererhöhung auf 28% den positiven Effekt des Konjunkturprogramms. Bei einem Steuersatz von 25% würde hingegen unter dem Strich noch ein Gewinnplus von 3% entstehen. Die größten Profiteure wären Stahl- und Grundstoffunternehmen, Maschinen- und Anlagenbauer sowie Hardwarekonzerne. Bei Medizintechnik-, Pharma- und Autokonzernen dürften die negativen Wirkungen der Steuererhöhung überwiegen.

## Rohstoffe: Kohle und Metalle im Sog der Konjunkturerholung

Mit dieser Rally hatte kaum jemand gerechnet: Der Preis für australische Kohle ist in diesem Jahr um knapp 17 Prozent gestiegen. Ein Grund für diese Entwicklung sind die aktuell ungewöhnlich geringen Kohlevorräte in China. Das Riesenreich ist nicht nur der größte Verbraucher, sondern mit einem Weltmarktanteil von 46% (2019) auch der größte Produzent von Kraftwerkskohle. Die inländische Produktion war aber nicht in der Lage, die unerwartet hohe Nachfrage im Frühjahr zu decken. Gleichzeitig hatten sich die Importeure verkalkuliert. Nach Rekordeinfuhren von 39,1 Millionen Tonnen im Dezember kürzten sie das Volumen im Januar und Februar gegenüber den Vorjahresmonaten um 40%.

Außerdem haben große Exportländer Lieferprobleme. Nach Überschwemmungen in Australien im März lag der Umschlag im Hafen von Newcastle zuletzt auf dem Niveau von Februar. In Indonesien leidet die Produktion der Kohleminen unter den Folgen schwerer Regenfälle und staatlicher Förderquoten. Insgesamt liegen die globalen Seeverkehrsmengen noch immer 10% unter ihrem Vorjahresniveau. Die Nachfrage nach Kohle sollte vorerst hoch bleiben. So dürfte in Indien der Energiesektor eine Aufstockung seiner sinkenden Lagerbestände vornehmen, die coronabedingt kaum von inländischen Produzenten geleistet werden kann. Die Postbank hält daher kurzfristig weiter steigende Kohlenotierungen für möglich.

**Starke Nachfrage.** Kupfer ist das Nicht-Edelmetall mit der höchsten elektrischen Leitfähigkeit. Damit ist es ein unverzichtbarer Rohstoff im Bereich erneuerbare Energien und Elektrizität. 2020 dürfte die grüne Transformation zu einer Kupfernachfrage von rund einer Million Tonnen geführt haben. Das entspricht nur 3% der weltweiten Nachfrage. Schätzungen zufolge könnte die aus nachhaltigen Investitionen stammende Nachfrage aber bis 2025 auf 2,6 und bis 2030 auf 5,4 Millionen Tonnen Kupfer steigen, was dann rund 16% des weltweiten Kupferverbrauchs entspräche. Der Palladiumpreis befindet sich ebenfalls im Aufwind. Auslöser war ein Wassereinbruch in zwei Minen in Sibirien. Dies dürfte 2021 Produktionsausfälle in Höhe von 8% des weltweiten Angebots zur Folge haben, obgleich die Minen im Juni die Produktion wieder aufnehmen sollen.

**Palladium: Preisentwicklung im Zeitverlauf**  
 (Angabe in EUR pro Unze)



Quelle: Bloomberg L.P.; Stand: 26.04.2021

Nach Behebung des derzeitigen Mangels an Halbleiterchips wird für das zweite Halbjahr außerdem eine höhere Autoproduktion und somit eine erhöhte Nachfrage nach Benziner-Katalysatoren und dem dafür benötigten Palladium erwartet.

**Hoher Bedarf.** Die Aluminiumpreise erzielten seit Mitte März wiederholt zyklische Höchststände. Abgesehen von einem kurzen starken Anstieg 2018 wird das weiße Metall mit knapp 2.400 US-Dollar je Tonne an der Londoner Metallbörse LME so teuer gehandelt wie seit 2011 nicht mehr. Auch am chinesischen Markt wechselt Aluminium zurzeit wegen Produktionsbeschränkungen zu hohen Preisen den Besitzer. Die Lagerbestände sind in den vergangenen Wochen recht deutlich zurückgegangen. Mit der Konjunkturerholung in den USA zieht außerdem der Bedarf an Aluminium in China weiter an. Dort werden rund 20% des Leichtmetalls für die Produktion von Exportgütern verwendet, die größtenteils in die USA gehen. Klassische Produkte sind zum Beispiel Fenster- und Türrahmen, Räder oder Klimaanlagen. Daten für das 1. Quartal 2021 zeigen bereits einen deutlichen Anstieg der Ausfuhren dieser Güter gegenüber dem Vor-Pandemie-Jahr 2019 – so liegt für Fenster- und Türrahmen der Zuwachs bei nahezu 100%. Die erwartete globale Konjunkturerholung könnte die Aluminiumnotierungen somit weiter stützen.

**Liquidität: Die Inflation ist nicht genug**

Preisstabilität ist das klassische Kernziel der Geldpolitik. Die Notenbanken überprüfen aber nicht nur von Zeit zu Zeit ihr Instrumentarium zur Inflationsbekämpfung – auch die Aufgaben der Währungshüter verschieben sich. Dazu gehört spätestens seit der Großen Finanzmarktkrise 2009 auch die Finanzmarktstabilität. Die Notenbanker begründen die Markteingriffe, die sie etwa mit ihren Anleihekaufprogrammen vornehmen, mit der Sicherstellung des geldpolitischen Transfermechanismus. Faktisch aber gehen diese Maßnahmen über die traditionelle Geldpolitik hinaus.

**Höheres Volumen.** Zu den neueren Zielen zählt die Förderung der Klimapolitik. Die Europäische Zentralbank (EZB) will künftig stärker klimapolitische Aspekte berücksichtigen – etwa durch den Ankauf „grüner“ Anleihen. Auch die Bank of England (BoE) möchte freiwerdendes Kapital stärker in Bonds klimabewusster Unternehmen reinvestieren. Relativ neu sind auch Gleichheits- und Gerechtigkeitsaspekte. So will die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) bei ihren Entscheidungen die Beschäftigungsentwicklung der von der Pandemie besonders stark betroffenen ethnischen Minderheiten in den Blick nehmen. Nach Ansicht der Postbank drohen nun Zielkonflikte. Hohe Inflationsraten könnten künftig häufiger akzeptiert werden. Außerdem leidet die Transparenz, wenn die Geldpolitik mit zu vielen Aufgaben überfrachtet wird. Dies könnte zu höheren Marktschwankungen führen und die Finanzmarktstabilisierung konterkarieren.

**Immobilien: Erschwinglicher Wohnraum**

Die Corona-Krise hat den seit einer Dekade laufenden Zyklus am deutschen Wohnungsmarkt zwar ein wenig gebremst, keinesfalls aber gestoppt. Bereits während der ersten Welle der Pandemie hatte die Postbank eine Fortsetzung prognostiziert und erwartet nun erst ab 2024 eine Trendwende. Nach wie vor treiben niedrige Zinsen, ein fundamental knappes Angebot und eine starke Nachfrage der Investoren nach Immobilien die Preise. So haben sich Wohnimmobilien in Deutschland im 4. Quartal 2020 gegenüber dem Vorjahresquartal um 8,1% verteuert, wie das Statistische Bundesamt meldet. Im laufenden Jahr dürfte sich diese Entwicklung fortsetzen.

**Sinkende Attraktivität.** Mit ihrer Krisenpolitik der Nettoanleihekäufe hat die Europäische Zentralbank auf absehbare Zeit den Boden für Negativ- und Nullzinsen bereitet. Das Renditepotenzial 10-jähriger Bundesanleihen, die als Benchmark für Hypothekenzinsen gelten, bleibt begrenzt. Die Postbank rechnet hier bis Mitte 2022 mit einer Seitwärtsbewegung. Zuletzt lagen 5-10-jährige Hypothekenzinsen bei rund 1%. Aufgrund der Zinsentwicklung bleibt Wohneigentum erschwinglich. Allerdings dürften die coronabedingt schwache Einkommensentwicklung und vermutlich weiter steigende Immobilienpreise bereits in diesem Jahr zu einem Anstieg des Erschwinglichkeitsindex führen. Der Index gilt auch als Indikator für eine mögliche Blasenbildung am Immobilienmarkt, ist aktuell aber weit von diesem Szenario entfernt. Allerdings gibt es regional erhebliche Unterschiede, die Investoren im Auge behalten sollten.



Die Postbank überarbeitet aktuell ihre Finanzmarktprognosen, welche Sie ab der kommenden Ausgabe wieder erhalten.

## Postbank

Redaktionsschluss: 07. Mai 2021 / 17:00 Uhr  
Herausgeber: Chief Investment Officer Postbank

Postbank – eine Niederlassung der Deutsche Bank AG.

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

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageempfehlung, Anlageberatung oder Handlungsempfehlung dar, sondern dienen ausschließlich der Information. Die Angaben ersetzen nicht eine auf die individuellen Verhältnisse des Anlegers abgestimmte Beratung. Allgemeine Informationen zu Finanzinstrumenten enthält die Broschüre "Basisinformation über Wertpapiere und weitere Kapitalanlagen", die ein Kunde bei Depotöffnung automatisch zugesandt bekommt.

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen. Obwohl sie aus Sicht der Bank auf angemessenen Informationen beruhen, kann sich in der Zukunft herausstellen, dass sie nicht zutreffend oder nicht korrekt sind.

Sofern es in diesem Dokument nicht anders gekennzeichnet ist, geben alle Meinungsäußerungen die aktuelle Einschätzung der Postbank wieder, die sich jederzeit ändern kann. Die Postbank übernimmt keine Verpflichtung zur Aktualisierung der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder zur Inkennzeichnung der Anleger über verfügbare aktualisierte Informationen.

Die Deutsche Bank AG unterliegt der Aufsicht der Europäischen Zentralbank und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

© Deutsche Bank AG 2021