

Investment Strategy

4. Oktober 2012

AXA Investment Managers - Research & Investment Strategy

MONATSBERICHT

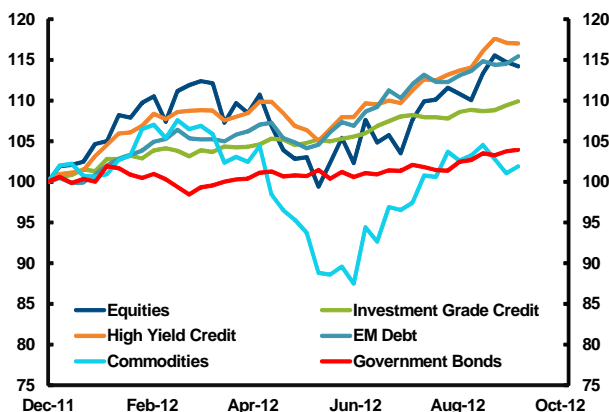
Unternehmensanleihen: Weiter bestes Risiko-Ertrags-Profil

von

Franz WENZEL und
dem Strategieteam

Internationale High-Yield-Anleihen im Vergleich

Asset classes performance year-to-date
Index, December 2011 = 100



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Im Überblick

- Auf kurze Sicht bleibt der Ausblick auf die Weltwirtschaft mäßig, nicht zuletzt aufgrund der schwachen asiatischen Exporte. Die jüngsten Indikatoren sind aber ein kleiner Hoffnungsschimmer für das 4. Quartal.
- Vor allem die anstehenden Wahlen in den USA beherrschen die Schlagzeilen. Dem Wohnimmobilienmarkt scheint die Wende gelungen zu sein, aber der Arbeitsmarkt bleibt schwach. Im Euroraum sind die systemischen Risiken zurückgegangen, auch wenn Spanien weiter Sorgen macht.
- Die Notenbanken überschütten die marode Weltwirtschaft weiter mit Liquidität, was gut für risikobehaftete Wertpapiere ist. Wir bleiben daher bei unserer Übergewichtung von Unternehmensanleihen zu Lasten von Kasse.
- Im Rentenbereich schätzen wir die Peripherieländer jetzt positiver ein und raten hier zu einer Anhebung der Duration auf den mittleren Bereich.

Schwacher Welthandel

Auf kurze Sicht bleibt der Ausblick für die Weltwirtschaft schwach. Gesamtzahlen für den Welthandel gibt es nur bis Juli, aber die jüngsten Daten der beiden größten asiatischen Volkswirtschaften geben nicht gerade Anlass zur Freude: Das chinesische Exportwachstum ist auf 2,7% (im Vorjahresvergleich) zurückgegangen, und die japanischen Exporte waren im August 7,3% niedriger als ein Jahr zuvor. Der Hauptgrund ist die noch immer schwache Investitions- bzw. Kaufkraft europäischer Unternehmen und Verbraucher – eine Folge von Schuldenabbau, kontraktiver Fiskalpolitik und zurückhaltender Kreditvergabe.

USA: Wahlen! Was sonst?

Die USA haben sich zwar stärker erholt als die meisten anderen wichtigen Industrieländer, aber auch hier geht das Wachstum jetzt zurück. Der BIP-Anstieg im 2. Quartal wurde von bereits mäßigen 1,7% auf 1,3% korrigiert. Der private Verbrauch und die Investitionsgüternachfrage im Juli und August legen nahe, dass die US-Wirtschaft im 3. Quartal um gerade einmal 1,4% (annualisiert) gewachsen ist. Einen Hoffnungsschimmer sehen wir aber in der Verbesserung des Überraschungsindex (Surprise Gap).

Ein Lichtblick ist auch der amerikanische Wohnimmobilienmarkt. Landesweit steigen schon seit einigen Monaten die Hauspreise (Abbildung 1) – am stärksten dort, wo am leichtfertigsten Hypothekenkredite vergeben worden sind und der Angebotsüberhang am größten ist, also in Nevada, Arizona, Florida und Teilen von Kalifornien. Die Fed ist entschlossen, alles zu tun, um den Wohnimmobilienmarkt zu stützen. Seit der Ankündigung, wieder Mortgage Backed Securities (MBS) zu kaufen, sind die Renditen dieser Kreditverbriefungen um 50 bis 80 Basispunkte gefallen. Dies dürfte letztlich auch zu niedrigeren Hypothekenzinsen führen.

Steigende Hauspreise sind aus mehreren Gründen gut:

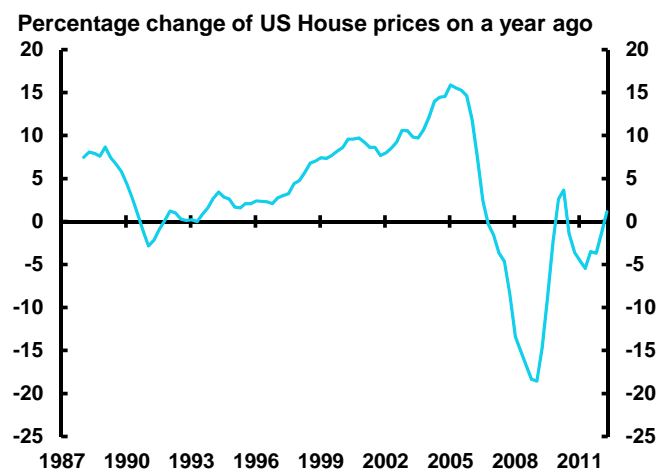
1. Wenn (dank der stabileren Preise) wieder **mehr Häuser einen Käufer finden**, werden auch andere Dinge verstärkt nachgefragt – beispielsweise Teppiche, Möbel und

Haushaltsgeräte, die oft beim Umzug angeschafft werden.

2. **Die Banken schätzen die Qualität der Kreditsicherheiten wieder höher ein**, so dass ihre Kreditvergabebereitschaft steigt.

Abbildung 1

USA: Erholung der Hauspreise



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Die größte Bedrohung für die US-Wirtschaft ist aber die Möglichkeit eines doppelten Schocks Anfang 2013 – einer Kombination aus Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen, auch bekannt als „Fiscal Cliff“. Hinzu kommt wieder einmal das (allerdings nicht sehr hohe) Risiko einer Zahlungsunfähigkeit der Regierung, wenn die Schuldenobergrenze nicht angehoben wird.

Niemand glaubt, dass diese Themen vor den Präsidentschafts- und Kongresswahlen Anfang November ernsthaft angegangen werden. **Aber nach den Meinungsumfragen wird sich mit den Wahlen auch nicht viel ändern.** Nach etlichen Fehlern seines Herausforderers Romney hat Obama in den für einen Wahlsieg zwingend notwendigen Swing-Staaten einen beachtlichen Vorsprung. Nahezu sicher ist auch, dass die Republikaner weiter die Mehrheit im Kongress haben werden. Für den Senat rechnen wir mit einem Patt. Zwar glauben wir weiter, dass die Politiker nach den Wahlen zur Vernunft kommen und mit irgendeinem Kompromiss verhindern werden, dass die Fiskalpolitik den Aufschwung gefährdet. Nach wie vor gibt es aber Risiken, und der Kompromiss wird wahrscheinlich ein fauler sein.

Spanien: Hin und Her ...

Seit der entscheidenden Woche Anfang September ist es im Euroraum vergleichsweise ruhig. Noch immer herrscht Unklarheit, ob die spanische Regierung um externe Hilfe nachsuchen wird. Premierminister Rajoy hat nichts ausgelassen, um die Märkte zu verwirren. Wir bleiben dabei, dass ein offizieller Hilfsantrag in den nächsten Wochen unumgänglich sein wird.

Die durch eine Indiskretion bekannt gewordenen Ergebnisse der unabhängigen Stresstests waren nicht sehr überraschend. Sie ergaben für die spanischen Banken eine Kapitallücke von 57 Mrd. Euro. Viele Investoren bezweifeln aber die Belastbarkeit der Zahlen. Sie halten die Konjunkturannahmen im Negativszenario für viel zu optimistisch und die unterstellte Verlusttragfähigkeit der Banken für zu hoch.

Unterdessen ergaben die ersten Gespräche über eine europäische Bankenunion einen Dissens. Deutschland, die Niederlande und Finnland lehnen es ab, vor der Einführung einer gemeinsamen Bankenaufsicht gewährte Hilfen nachträglich aus den europäischen Rettungsfonds zu finanzieren. Wir halten die Äußerungen der drei Länder für Verhandlungstaktik und rechnen durchaus damit, dass man sich auf dem EU-Gipfeltreffen im Dezember über eine gemeinsame Kontrolle systemrelevanter Banken verständigt. Allerdings haben wir Zweifel, dass vor den Bundestagswahlen im September 2013 noch weiterreichende Reformen möglich sind.

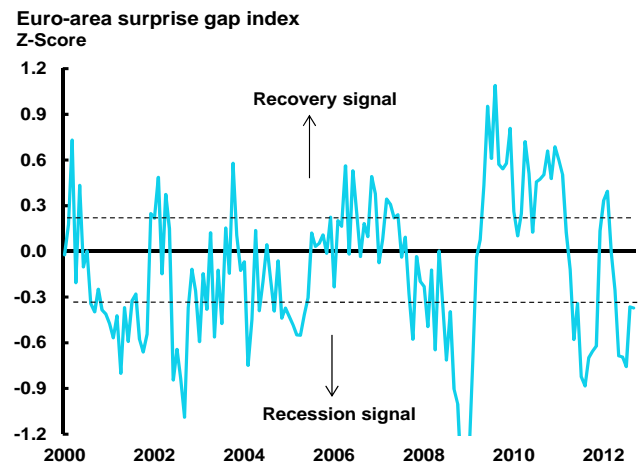
Die europäischen Konjunkturdaten bleiben weiter schwach (*Abbildung 2*), auch die Zahlen aus Deutschland und Frankreich. Für 2013 rechnen wir daher weiter mit einem Wachstum unterhalb der Konsenserwartungen.

Emerging Markets: Liquidität

Zwar spricht viel für einen weiteren Wachstumsrückgang in den Emerging Markets, doch sollte man zwischen dem stabilen privaten Verbrauch (nicht zuletzt aufgrund der extrem niedrigen Arbeitslosigkeit und den Plänen zur Anhebung der Mindestlöhne) und der schwachen Industrieproduktion (aufgrund des mäßigen Welthandels) unterscheiden.

Abbildung 2

Euroraum: Keine Erholung in Sicht



Quellen: Europäische Kommission, AXA IM Research

Die jüngsten geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen in China werden sich positiv auf die Binnenkonjunktur im Land selbst und in der gesamten Region auswirken. Die europäischen Emerging Markets leiden hingegen noch immer unter der schwachen Euroraumkonjunktur. Sie planen daher eine weitere Lockerung der Geldpolitik – mit Ausnahme von Russland, wo die Inflation den Zielwert von 5 bis 6% p.a. überschreiten dürfte. In Brasilien hat die Lockerung der Geldpolitik endlich zu einer allmählichen Konjunkturerholung geführt.

Die Emerging Markets profitieren von der reichlich vorhandenen Liquidität. Unmittelbar nachdem die amerikanische Notenbank Ende 2008 ihr erstes Quantitative-Easing-Programm auflegte, sind die Mittelzuflüsse in die Schwellenländer gestiegen. Diesmal wird es nicht anders sein, aber auch 2012 werden die Politiker der Emerging Markets wortgewaltig von einem „Währungskrieg“ sprechen. Wir halten eine Aufwertung der Emerging-Market-Währungen für unumgänglich, und sie wird auch etwas Druck von den Zentralbanken nehmen. Zinserhöhungen können dann leichter vermieden werden. Im Gegenteil: Die Emerging-Market-Banken werden die Geldpolitik eher lockern und die Zinsen weiter senken, wenn auch nicht mehr so stark wie bisher. Ihr Ziel bleibt ein höheres Wachstum.

Notenbanken: Es regnet Geld

Durch die entschlossenen Maßnahmen der Notenbanken in den USA, dem Euroraum und Japan sind die Extremrisiken kleiner geworden. Am 19. September stockte die Bank of Japan ihr Quantitative-Easing-Programm um weitere 10 auf 80 Bio. Yen auf. Sie reagierte damit auf den schwächeren Nachfrageausblick

und die klaren Anzeichen dafür, dass das Inflationsziel von 1% in diesem Jahr verfehlt wird – im August sind die Preise bereits um 0,4% gefallen. Ende September reagierte die chinesische Zentralbank auf die Liquiditätsknappheit im Land und pumpte 365 Mrd. Renminbi in das Bankensystem – ein neuer Rekord. Gerade erst senkte die Reserve Bank of Australia ihren Leitzins um weitere 25 Basispunkte.

Chinas Kampf gegen schwächeres Wachstum: Höhere Staatsausgaben in Sicht

von Qi SUN

China hat vermutlich bereits einen Plan für den immer wahrscheinlicheren Fall, dass sich die Rezession im Euroraum verschärft. Dafür sprechen die jüngsten Maßnahmen der National Development and Reform Commission (NDRC), die Anfang September mehrere Infrastrukturprojekte im Gesamtvolumen von einer Billion Renminbi auflegte. Das Volumen entspricht etwa zwei Dritteln der geplanten Infrastrukturinvestitionen im Rahmen des Konjunkturpakets für 2008 und 2009. Allerdings werden sich die Ausgaben auf mehrere Jahre verteilen.

Weil China Strukturreformen anstrebt, halten wir kleinere Konjunkturprogramme für wahrscheinlicher als eine expansive Geldpolitik. Mit einer nachfrageorientierten Politik sollen die nächsten Reformschritte vorbereitet werden.

Die Geldpolitik, ein klassisches antizyklisches Instrument, dürfte diesmal kaum im Mittelpunkt stehen. Die Geschäftsbanken haben nach dem Kreditboom der Jahre 2008 bis 2009 bereits große mittel- bis langfristige Infrastrukturkredite in ihren Büchern. Die hohen Kreditrisiken und die geringe Qualität der Sicherheiten erschweren die Vergabe weiterer Kredite. Überraschenderweise hat die Notenbank im Juni und im Juli den Benchmarkzins gesenkt (um insgesamt 56 Basispunkte im Einjahresbereich, wobei der effektive Kreditzins sogar noch weiter zurückging). Aber dies hat bislang noch nicht zu höheren Privatinvestitionen geführt, wie der Rückgang des Einkaufsmanagerindex für die Industrie im 3. Quartal zeigt. Und es kommt noch schlimmer: Die lockere Geldpolitik hat den Immobilienboom wieder entfacht. In mehr als der Hälfte der beobachteten Städte sind die Immobilienpreise von Juni bis August gestiegen. Die Notenbank dürfte sich mit weiteren Zinssenkungen daher zurückhalten. Umso beliebter dürften Offenmarktgeschäfte werden.

Auf der anderen Seite könnte der Fiskalpolitik eine wichtige Rolle zukommen, wenn sich der Wachstumsausblick verschlechtert. Die Staatsfinanzen sind gut, so dass eine Anhebung des Haushaltsdefizits in Prozent des BIP von 1,8% in den Jahren 2010/2011 auf 2,5% möglich erscheint. Und dies ist auch nötig, um das Wachstum zu stabilisieren, falls es weiter nur etwa 7,5% beträgt. Wir rechnen mit weiteren Infrastruktur- und Sozialwohnungsbauprojekten, die nicht über klassische Bankkredite finanziert werden. Möglich erscheinen auch Steuererleichterungen zur Exportförderung. Eine erneute Währungsabwertung ist hingegen unwahrscheinlich.

Noch wichtiger ist aber, dass die Regierung die Wirtschaftsstruktur reformieren will. In Zukunft sollen der Konsum und nicht mehr nur die Investitionen das Wachstum tragen, und strukturelle Ineffizienzen und Ungleichgewichte sollen korrigiert werden. Die für nachhaltiges Wachstum nötigen Struktur-reformen (wie die Förderung des technischen Fortschritts und der Urbanisierung, Finanzreformen und die Öffnung bisheriger Monopolmärkte für private Investoren) sind aber entweder teuer oder erfordern zunächst Fortschritte bei anderen Reformen. Im Mittelpunkt dürften daher zunächst Maßnahmen mit direkten Auswirkungen auf den Konsum (wie Einkommensumverteilung, Sozialreformen und weitere Steuerreformen) stehen. Hier dürfte der Staat zu höheren Ausgaben bereit sein.

Was bedeutet das für Anleger?

Kasse untergewichten, Unternehmensanleihen (noch) übergewichten

Die entschlossenen Maßnahmen der Notenbanken haben an den Märkten für Erleichterung gesorgt, so dass die Risikoprämien zurückgegangen sind. Aber die Hoffnungen auf eine baldige Verbesserung der Frühindikatoren – und erst Recht der „harten“ Konjunkturdaten – haben sich zerschlagen. Folglich ist der Kursanstieg risikobehafteter Wertpapiere erst einmal zum Stillstand gekommen. Wir gehen davon aus, dass diese Stagnation auch noch einige Zeit andauert, zumindest bis die zusätzliche Liquidität auch der Realwirtschaft zugutekommt.

Unser **Risikoaversionsindex (RAB)** verdeutlicht die **Dichotomie zwischen dem Rückgang** der systemischen Risiken und dem noch immer düsteren Konjunkturmilieu vermutlich am besten (Abbildung 3). Aufgrund der aktuellen Wirtschaftslage dürften die Konjunkturrisiken aber so bald nicht zurückgehen, so dass risikobehaftete Wertpapiere auch in Zukunft auf die Wirtschaftszahlen reagieren und damit deutlich schwanken werden.

Renten: In Peripherieländer investieren

Neutrale Gewichtung von Staatsanleihen

Wer am Vorabend der Wahlen in Griechenland über Investitionen in Peripherieländeranleihen nachdachte, musste sich zwischen Mathematik und Politik entscheiden.¹ Wir zeigten, wann man mit Peripherieländeranleihen unter der seinerzeit durchaus plausiblen Annahme eines Auseinanderbrechens des Euroraums eine angemessene Sharpe Ratio hätte erzielen können. Drei Monate später ist die Lage weiter unsicher, wenn auch weniger turbulent. Mit den Outright Monetary Transactions der EZB existiert aber jetzt eine Brandmauer, so dass Spanien und Italien im Fall der Fälle einen Staatsbankrott abwenden können.

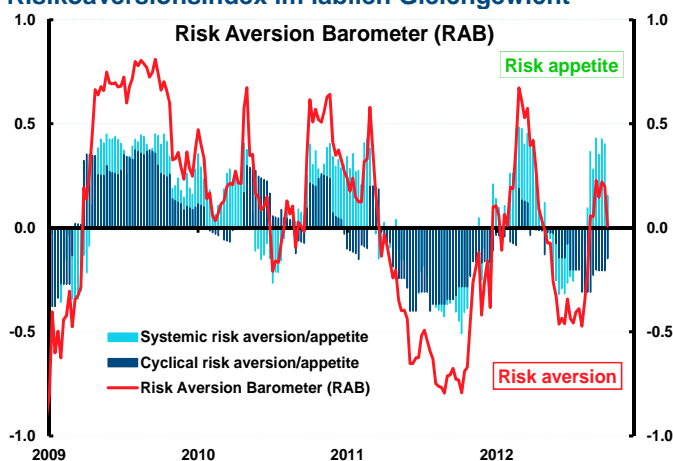
Kurzlaufende **Peripherieländeranleihen** halten wir jetzt allerdings nicht mehr für günstig bewertet. Stattdessen setzen wir auf Papiere mit Laufzeiten von etwa fünf Jahren, und das vor allem aus zwei Gründen: (1) weil sie einen angemessenen Renditevorsprung bieten und sich ihre Kurse nahe der Endfälligkeit Pari annähern und (2) weil sie stärker auf die Geldpolitik reagieren als längerlaufende Titel – und ihnen die Outright Monetary Transactions daher stärker helfen werden, falls Spanien (und Italien) offiziell um Hilfen nachsuchen.

Außerdem raten wir, die zum Kapitalschutz eingegangenen Positionen in deutschen **Bundesanleihen** und **amerikanischen Staatsanleihen** aufzulösen. Renditen von 1,7 bzw. 1,45% machen angemessene Erträge nahezu unmöglich, sofern das Wachstum nicht massiv einbricht und es im Euroraum nicht zu einer großen Krise kommt. Eine Short-Position erscheint aber ebenfalls ungerechtfertigt, weil (1) das Wirtschaftswachstum schwach ist und (2) noch längere Zeit mit unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen wie Quantitative Easing und weiteren Leitzinssenkungen zu rechnen ist. **Folglich erscheint uns eine neutrale Gewichtung am sinnvollsten.**

Wenn überhaupt, **bevorzugen wir amerikanische inflationsindexierte Anleihen** (jedenfalls dann, wenn sich die Breakeven-Inflation

¹ Vgl. Spotlight „[Euroraum: Der Tag danach](#)“, 14. Juni 2012.

Abbildung 3
Risikoaversionsindex im labilen Gleichgewicht



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Dennoch bleiben wir dabei, dass die Liquiditätsflut die Märkte merklich stützt, auch wenn die Notenbankmaßnahmen jetzt keine Überraschung mehr sind. Insgesamt bleibt das Umfeld für risikobehaftete Wertpapiere daher günstig. Dabei haben Unternehmensanleihen das beste Risiko-Ertrags-Profil.

nach dem jüngsten Anstieg wieder normalisiert hat). Diese Positionierung passt auch zum leichten Anstieg der Inflationsprognose der Fed.

Unternehmensanleihen: Weiter übergewichten

Bislang war 2012 ein hervorragendes Jahr für Unternehmensanleihen. **Die Frage, ob es so bleiben kann, ist deshalb legitim.** Wir schätzen Unternehmensanleihen weiter positiv ein, da sowohl die technischen als auch die fundamentalen Faktoren weiter positiv sind.

Nach dem jüngsten Spreadanstieg waren bei vielen Anlegern Zweifel aufgekommen. Wir halten den Anstieg aber eher für eine Folge der Unsicherheit in Europa als für das Ergebnis von Zweifeln an der Kreditqualität der Emittenten. Auch wenn die Spreads anders als im Sommer nicht mehr immer weiter zurückgehen, kommt es nicht zu einem Ausverkauf. Denn eines hat uns der Sommer gelehrt: Wenn man Unternehmensanleihen einmal verkauft hat, ist es nicht einfach, zu vernünftigen Kursen wieder einzusteigen.

Sowohl europäische als auch amerikanische Emittenten haben im September das etwas günstigere gesamtwirtschaftliche Umfeld und die starke Investorenfrage genutzt und Anleihen emittiert, obwohl das Kapital erst später benötigt wird. Mit neuen Industriefinanzen für etwa 37 Mrd. Euro war der September der zweitbeste Monat aller Zeiten für die europäischen Unternehmensanleihemärkte.

Bis 2013 dürften die Ausfallquoten sowohl in den USA als auch in Europa niedrig bleiben, während die Spreads in beiden Regionen sowohl im Investmentgrade- als auch im High-Yield-Bereich weiter über den Tiefstständen des Jahres 2011 liegen werden. Trotz schwacher Konjunktur dürften die Spreads wegen der niedrigen Renditen und der besseren Bilanzqualität der Unternehmen weiter zurückgehen, wenn auch weniger schnell. Zugegeben: Die Gewinnerwartungen sind nicht besonders optimistisch. Positiv ist aber, dass die Kosten in den letzten drei Jahren drastisch gesenkt wurden, so dass die Margen trotz schwächerer Umsätze hoch bleiben dürften.

Für **europäische SSA-Anleihen** (Sub-Sovereigns, Supranationals, Agencies), also für Anleihen von internationalen Organisatio-

nen, Gebietskörperschaften und staatlichen Agenturen) wurde das Umfeld etwas schwieriger, weil ihre Emittenten oft eng mit den in Schwierigkeiten geratenen Emittenten klassischer Staatsanleihen verbunden sind. Zwei bekannte Emittenten dürften im Oktober im Blickpunkt stehen: Der EFSF muss in diesem Jahr noch für etwa 11 Mrd. Euro Kapital einwerben, und auch die EU dürfte für weitere 3 Mrd. Euro Anleihen emittieren, um Irland und Portugal weitere Kredite gewähren zu können.

Angesichts der guten technischen Marktverfassung in diesem Jahr ist das **größte Risiko** ausgerechnet ein stärkeres Wirtschaftswachstum. Es würde nämlich höhere Renditen und Umschichtungen von Unternehmensanleihen in Aktien nach sich ziehen.

Aktien: Deutschland bevorzugt

Wir glauben, dass die **Gewinnerwartungen der Unternehmen in nächster Zeit nach unten revidiert werden.** Die von den Analysten erwarteten 12% Gewinnwachstum in den nächsten zwölf Monaten erscheinen uns weit übertrieben, weil (1) das Wachstum sehr schwach sein dürfte und (2) auch die Gewinnmargen zurückgehen könnten. Dies gilt insbesondere für Europa; US-Unternehmen erscheinen stabiler.

In **Europa** bevorzugen wir weiter Deutschland gegenüber Großbritannien und Frankreich. Zwar wurden jüngst Zweifel an der deutschen Konjunktur laut, doch ist mit einem deutlich stärkeren Gewinnwachstum zu rechnen als in Frankreich und Großbritannien, wo die Quartalsergebnisse und die Gewinnprognosen stark zurückgegangen sind. Die staatliche Sparpolitik in Frankreich und das besorgniserregende Haushaltsdefizit in Großbritannien bestätigen uns in dieser Einschätzung.

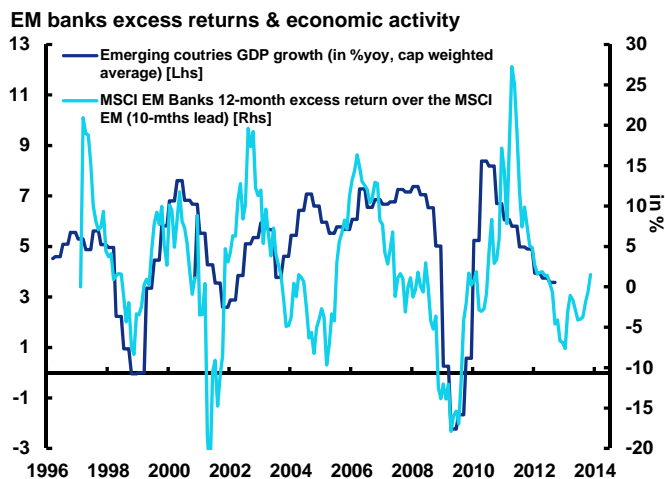
Das **schwächere und enttäuschende Wirtschaftswachstum kommt auch japanischen Unternehmen sehr unlegen.** Deshalb bleiben wir bei unserer zurückhaltenden Einschätzung des Kabutocho.

Seit Juni sind die Aktienmärkte gestiegen, aber asiatische Emerging-Market-Papiere sind trotz der abnehmenden systemischen Risiken, der reichlich vorhandenen Liquidität und ihrer recht hohen Betas hinter Industrieländeraktien zurückgeblieben. Zweifel an amerikanischen

Aktien sind vor allem konjunkturell begründet; die Investoren befürchten ein abnehmendes Wachstum und die asiatischen Unternehmen haben hohe Fixkosten.

Dennoch sprechen zwei Gründe weiter für asiatische Emerging-Market-Aktien: Zum einen dürfte QE3 zumindest kurzfristig die Kurse stützen, zum anderen dürfte das Wachstum in den asiatischen Emerging-Market-Ländern im 4. Quartal 2012 seinen Tiefpunkt erreicht haben. Dafür spricht etwa die relative Wertentwicklung von Bankaktien (*Abbildung 4*).²

Abbildung 4
Emerging Markets: Bankaktien als Frühindikator



Quellen: Datastream, Bloomberg, AXA IM Research

² Vgl. Essentials „[Emerging Banks : surfing the cycle](#)“, 31. Juli 2012

DISCLAIMER

Die Informationen, Finanzdaten und Empfehlungen von AXA Investment Managers stellen weder ein Angebot für den Erwerb bzw. den Verkauf von Finanzinstrumenten / Investmentfonds noch Anlageberatungsdienstleistung dar. Bitte beachten Sie, dass in diesem Dokument teilweise öffentliche Daten offizieller Herausgeber von Wirtschafts- und Marktstatistikanalyseunternehmen verwendet wurden. AXA Investment Managers haftet weder für die Richtigkeit noch Vollständigkeit dieser Angaben. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument infolge vereinfachter Darstellung und der Erstellung auf Basis von Daten und Prognosen nicht sämtliche Informationen darzustellen vermag und subjektiv sein kann. AXA Investment Managers lehnt jegliche Haftung für die Verwendung dieser Informationen und daraus resultierende Folgen ab.

Die in diesem Dokument enthaltenen Wertentwicklungsdaten, Prognosen sowie Meinungsäußerungen und unsere Markteinschätzung bieten keine Gewähr und sind kein Indikator für die Zukunft. Wert und Rendite einer Investmentanlage in Fonds können steigen und fallen und werden nicht garantiert, die Grundlagen unserer Markteinschätzung können sich jederzeit ändern.

Mit dem Erhalt dieses Dokuments erklärt der Empfänger, dass er die in diesem Dokument enthaltenen Angaben zu reinen Informationszwecken verwenden und auf diesen Informationen basierend keine Investmententscheidung tätigen will. Reproduktionen, Kopien, Duplikate sowie die Weitergabe jeglicher Art von Teilen bzw. der Gesamtheit der von AXA Investment Managers bereitgestellten Informationen, Finanzdaten und Empfehlungen sind ohne vorherige schriftliche Zustimmung der AXA Investment Managers strengstens untersagt.

Die oben angegebenen Analysen und Empfehlungen stellen die globale Strategie von AXA Investment Managers dar. Diese Strategie wird gezielt an das jeweilige Portfolio bzw. an die jeweiligen Managementvorgaben angepasst. Abschließend wird darauf hingewiesen, dass die in diesem Dokument enthaltenen Meinungsäußerungen unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wiedergeben, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können.