

Konjunkturrisiken steigen, Systemrisiken bleiben

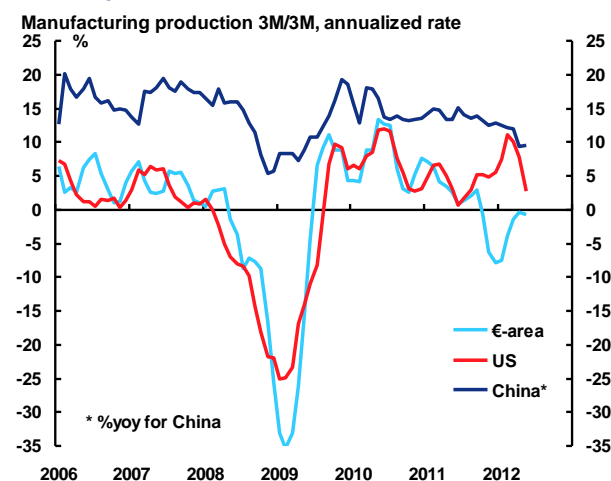
von

Mark ALLAN, Eric CHANEY
Manolis DAVRADAKIS und Franz WENZEL

Im Überblick

Abbildung 1

Weltkonjunktur lässt weiter nach



Quellen: Datastream, AXA IM Research

- Die Weltkonjunktur ließ im 2. Quartal weiter nach. Auch für das 3. Quartal rechnen wir mit schwachen Daten aus der Industrie. Beunruhigend ist vor allem der offensichtliche Abschwung des amerikanischen verarbeitenden Gewerbes. China dürfte sich hingegen gefangen haben.
- In den Industrieländern werden die Notenbanken auf ungewöhnliche Maßnahmen zurückgreifen müssen, um die Geldpolitik weiter zu lockern. Für die Emerging Markets erwarten wir neue Zinssenkungen.
- Asset-Allokation: Trotz hoher Bewertungen raten wir weiter zu einer taktischen Long-Position in Staatsanleihen (aus den USA und Deutschland) sowie Unternehmensanleihen, aber zu einer Untergewichtung von Aktien.

Während im letzten Monat noch die systemischen Risiken dominierten, steht jetzt die Konjunktur im Mittelpunkt. Die Eurokrise ist zwar noch längst nicht gelöst, doch spricht der Ausgang der griechischen Wiederholungswahl für unser Positivszenario; ein ungeordneter Austritt Griechenlands aus dem Euroraum ist zurzeit nicht zu erwarten. Mit dem europäischen Gipfeltreffen Ende Juni ist es zumindest gelungen, eine sofortige Herabstufung Spaniens zu verhindern – und im günstigsten Fall war es sogar ein wichtiger Schritt in Richtung politischer Union. Die Einzelstaaten haben sich bereit erklärt, die Bankenaufsicht einer europäischen Behörde zu übertragen.

Die Konjunkturindikatoren, gleichlaufende wie vorlaufende, sind hingegen durchweg schwach, interessanterweise mit Ausnahme von Japan. In Europa gab es zwar keine weiteren bösen Überraschungen, dafür aber in den USA. Hier scheint ein bestenfalls mäßiges Wachstum inzwischen zwar die Regel, doch kam der starke Einbruch der Industrieproduktion überraschend. Die Weltkonjunktur hat ihren Tiefpunkt unserer Ansicht nach noch nicht erreicht. Eine erneute Rezession ist dennoch unwahrscheinlich, weil Geld- und Fiskalpolitik sie noch immer verhindern können – insbesondere in den Emerging Markets, aber durchaus auch in den USA und im Euroraum.

Die schwächere Konjunktur ...

Der Rückgang des amerikanischen ISM-Einkaufsmanagerindex von 53,5 auf 49,7 war vor allem eine Folge des stärksten Einbruchs der Auftragseingänge seit den Terroranschlägen am 11. September 2001. Da ein solcher Auslöser diesmal fehlt, könnte die schwache Zahl ein Zufallsergebnis sein. Wahrscheinlicher ist aber, dass die systemischen und finanziellen Folgen der Eurokrise inzwischen auch die amerikanischen Unternehmen beeinflussen. Die Breite des Abschwungs in der Industrie – im Juni lagen auch die Einkaufsmanagerindizes Frankreichs, Deutschlands, Italiens, Großbritanniens, Brasiliens und Japans, unter der 50-Punkte-Marke – ist jedenfalls ein klarer Hinweis auf eine schwächere Dynamik. Selbst der chinesische Einkaufsmanagerindex liegt nur knapp über 50. Allerdings geht dies in China meist mit einem zweistelligen Anstieg der Industrieproduktion einher.

Der Hauptgrund für die weltweit niedrigere Industrieproduktion ist die Krise im Euroraum. Seine schwächere Binnenwirtschaft dämpft die Importnachfrage, und die Probleme im Banken- und Finanzsektor veranlassen viele Unternehmen weltweit, ihre Investitionen hinauszuzögern. Aber das ist nicht alles. In einigen großen Emerging-Market-Ländern war aus Angst vor einer höheren Inflation vor einiger Zeit die Geld- und Fiskalpolitik gestraft worden. Dies macht sich jetzt mit Verzögerung bemerkbar. Insbesondere in China dürfte die Straffung noch immer spürbar sein. Hinzu kommt, dass die Bemühungen, den Konsum zu Lasten von Investitionen und Exporten zu stärken, Zeit brauchen und die chinesische Binnennachfrage möglicherweise vorübergehend sogar gedämpft haben. Dies ist vermutlich der wichtigste Grund für die Schwankungen des Welthandels.

... dämpft die Inflation

Eine positive Nebenwirkung der zurzeit und vermutlich auch weiterhin schwachen Industrieproduktion ist der weitere Rohstoffpreiserückgang. Allein im letzten Monat ist der Ölpreis um 6% auf 95 US-Dollar je Barrel gefallen, bevor er dann wieder auf gut 100 US-Dollar stieg. Bereits im Mai war der Ölpreis um 14% zurückgegangen. Die Ölpreisentwicklung ist ein wichtiger Terms-of-Trade-Schock, von dem große Rohstoffimporteure wie die USA und China profitieren. Rohstoffexporteure in Lateinamerika und im Nahen Osten sowie Russland und Australien leiden hingegen.

In Westeuropa hat Benzin üblicherweise einen Anteil von etwa 5% an den Konsumausgaben, aber nur etwa die Hälfte des Benzinpreises entfällt auf Öl; der Rest sind Steuern. Der 20-prozentige Ölpreiserückgang im Mai und im Juni hat die Verbraucherpreis-inflation daher um etwa einen halben Prozentpunkt gedämpft. In den USA entfällt zwar ein ähnlich hoher Teil der Konsumausgaben auf Benzin wie in Europa, doch wird Benzin hier erheblich geringer besteuert. Der Ölpreiserückgang wirkt sich deshalb in den USA stärker auf die Verbraucherpreise aus. Hier bedeutet 20% billigeres Öl eine um etwa 0,75 Prozentpunkte niedrigere Inflationsrate.

Die geringere Teuerung ist günstig für die verfügbaren Haushaltseinkommen. Aufgrund

der hohen Arbeitslosigkeit – im Euroraum erreichte sie im Mai einen Rekordwert von 11,1% – bleibt der Einkommensanstieg schwach. Die Aussichten auf eine Erholung des privaten Verbrauchs in den wichtigen Industrieländern sind nicht besonders gut.

Die Geldpolitik erfindet sich neu

Für die Emerging-Market-Länder bleiben niedrigere Leitzinsen eine Option, für die Industrieländer sind die Herausforderungen nach den jüngsten Zinssenkungen hingegen groß.

Im Euroraum betragen die Kurzfristzinsen jetzt faktisch Null, so dass die Geldpolitik über Alternativen nachdenken muss. Auf der jüngsten EZB-Presskonferenz gab es hingegen kaum einen Hinweis auf unorthodoxe geldpolitische Maßnahmen. Seit Beginn der Liquiditätshilfen im Jahr 2009 lag der kurzfristige Interbankensatz stets nur knapp über dem Einlagenzins der EZB, der auf null gesenkt wurde. Dadurch dürften auch die Marktzinsen zurückgehen.

In den Ländern, die am dringendsten eine expansivere Geldpolitik benötigen, bewirken Zinsänderungen der EZB aber kaum etwas – zu schlecht funktionieren hier die Bankensysteme. Weil der monetäre Transmissionsmechanismus im Euroraum ebenfalls klemmt, dürften sich die realwirtschaftlichen Auswirkungen in Grenzen halten.

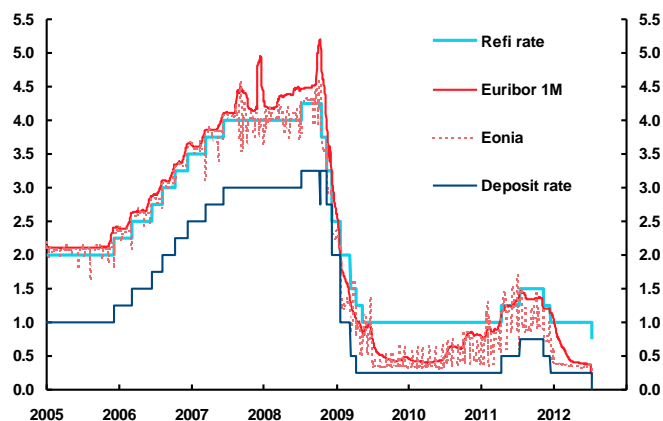
schwachen Arbeitsmarktzahlen im Juni (nur 80.000 zusätzliche Stellen, ohne Landwirtschaft), dem Einbruch des ISM-Einkaufsmanagerindex und der deutlich geringeren Exportnachfrage erscheint die neue Prognose aber bereits jetzt schon nicht mehr aktuell. Da die Operation Twist allmählich an ihre Grenzen stößt, muss die Fed als nächstes entweder ihre Zusage zurückziehen, die Federal Funds Rate bis 2014 nicht zu ändern, oder erneut Staatsanleihen kaufen. Auf dem derzeitigen Renditeniveau dürften zusätzliche Staatsanleihekäufe allerdings nicht viel bewirken. Die Anreize für Investoren, Kasse zu halten anstatt ihre Portfolios umzuschichten, sind aber größer geworden. Auch könnten erneute Käufe von Mortgage-Backed Securities (MBS) einen Rückgang der Hypothekenzinsen bewirken, die zurzeit etwa 4% betragen. Dies würde auch die allmähliche Erholung des amerikanischen Wohnimmobilienmarktes stützen.

Euro-Krise: Ein Schritt zur politischen Union, aber noch zu wenig

In den Wochen vor dem Brüsseler Euro-Gipfel am 29. Juni hatte man eine unmittelbar bevorstehende Herabstufung Spaniens auf spekulativ erwartet – eine paradoxe Folge der Hilfen für das marode spanische Bankensystem.¹ Die Marktteilnehmer glaubten, dass der in Aussicht gestellte 100-Mrd.-Euro-Kredit für Spanien die Staatsverschuldung auf ein langfristig untragbares Niveau steigen lassen würde. Entscheidend war dann erneut der Druck der Märkte: Am Ende wurde beschlossen, die neuen Kredite nicht über den Staatshaushalt laufen zu lassen. Damit wurde aber eine rote Linie überschritten. Die Aufsicht über die nationalen Bankensysteme war nicht mehr Aufgabe der Einzelstaaten.

Leider gibt es kein Allheilmittel, mit dem sich die Banken- und Staatsschuldenkrise endgültig lösen ließe. Nach den ersten Schritten in Richtung politischer Union, die nach Auffassung der Marktteilnehmer Voraussetzung für die Rettung des Euro ist, beginnen jetzt die schwierigen Verhandlungen.

Abbildung 2
EZB-Leitzinsen, Eonia und Euribor



Quellen: Datastream, AXA IM Research

In den USA hat die Fed ihre Wachstumsprognosen nach der letzten Offenmarktausschusssitzung Mitte Juni gesenkt. Nach den

¹ Vgl. „Spain’s banking rescue: when solutions become part of the problem“, 26. Juni 2012. Investment Spotlight von Matthew Cairns, Florian Grandcolas und Olivier Mouton.

Bei der Bankenunion – oder genauer, der von EZB-Präsident Mario Draghi vorgeschlagenen Finanzunion – müssen Expertenteams aus Vertretern der nationalen Regierungen, der Europäischen Kommission, der Europäischen Bankenaufsicht EBA und der EZB sich noch über wichtige Einzelheiten verständigen. Dafür gibt es aber nur einen weichen Zeitplan. Weil das spanische Länderrating eng von der endgültigen Vereinbarung über eine Bankenunion abhängt (denn Spanien ist das erste Land, für das die neuen Regeln gelten werden), kehrte an den Märkten nach einigen Tagen der Euphorie dann auch Ernüchterung ein.

Unserer Ansicht nach muss in den Verhandlungen vor allem Folgendes geklärt werden:

- (1) Stellung und Struktur der europäischen Bankenaufsicht und ihr Verhältnis zur EZB,
- (2) die Aufgaben der neuen Aufsichtsbehörde,
- (3) Stellung und Struktur der Abwicklungsanstalt für Banken, die nach Einschätzung der Aufsichtsbehörde insolvent sind,
- (4) die Kontrollrechte der nationalen Parlamente bei der Zuteilung von ESM-Mitteln an die zu restrukturierenden Banken.

Jeder Schritt, der die Bankenaufsicht und, wichtiger noch, die Abwicklung insolventer Banken an die Einzelstaaten zurückdelegiert, dürfte an den Märkten als ein neuer fauler Kompromiss gelten. Die Risikobereitschaft der Anleger würde dann wieder massiv zurückgehen, die Zeichen stünden erneut auf Krise. Wenn sich die Politiker hingegen einigen, Souveränitätsrechte an eine Euroraum-Bankenaufsicht und eine eng mit dem ESM zusammenarbeitende Abwicklungsanstalt für Problembanken zu übertragen, würden die Märkte dies vermutlich als Vorstufe eines gemeinsamen Finanzministeriums auffassen und den Euro für gerettet halten.

Asset-Allokation: Schwächere Konjunktur im Blickpunkt

Das systemische Risiko eines Auseinanderbrechens des Euroraums ist unsere Einschätzung nach kleiner geworden. Jetzt stehen die Konjunkturrisiken im Mittelpunkt!

Die nicht enden wollenden Diskussionen über die Eurokrise gehen auch an den Entscheidern in den Unternehmen nicht spurlos vorüber. Deshalb, aber auch wegen der Maßnahmen der EZB, gingen die Renditen der als sichere Häfen geltenden Staatsanleihen zurück. Insbesondere die deutschen Bundesanleiherenditen fielen fast auf die Allzeittiefs vom Mai.

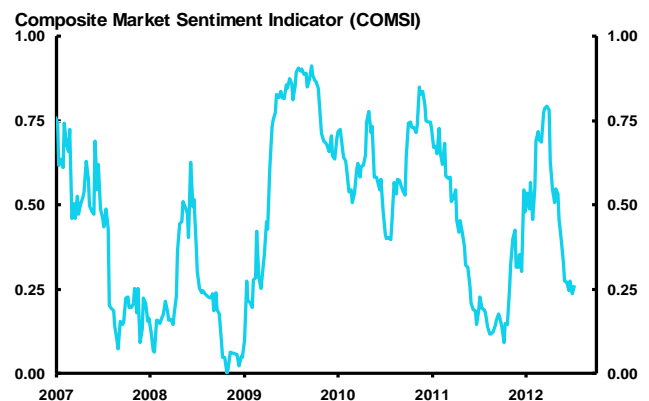
Die Gewinnerwartungen wurden im letzten Monat zwar zurückgenommen, weltweit um 2%. Dennoch wird auf Zwölfmonatssicht noch immer **mit einem sehr hohen Gewinnwachstum von etwa 12% gerechnet**. Auch wenn wir keine weltweite Rezession erwarten, erscheint uns dies übertrieben. Die harte wirtschaftliche Realität spricht eher für 5% Wachstum.

Allerdings sind Aktien zurzeit nur mit dem 11-fachen der erwarteten Gewinne bewertet und damit kaum höher als während des Lehman-Debakels und im Herbst letzten Jahres, als die Kurse etwa das 10-fache der erwarteten Gewinne betrug. Außerdem rechnen wir weiter mit Volatilität.

Auch unser eigener Stimmungsindikator fällt noch immer. Dies bestätigt uns in der Einschätzung eines alles andere als einfachen Anlageumfelds. Zugegeben: Die niedrigen Werte unseres Risikobarometers sprechen dafür, dass viele schlechte Nachrichten bereits in den Kursen berücksichtigt sind. Dennoch warten wir lieber ab, bis sich der Indikator stabilisiert hat – never catch a falling knife!

Abbildung 3

Composite-Indikator spricht für schwache Aktienmärkte



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Wir bleiben daher bei einer **zurückhaltenden Gewichtung (Untergewichtung) von risikobehafteten Wertpapieren**, insbesondere von Aktien. Alternativ könnte man **Aktien auch neutral gewichten und sich zugleich gegen Extremrisiken absichern**.

Im Mittelpunkt sollte der Kapitalerhalt stehen, durch Anlagen in **Kasse**. Auch eine **taktische Long-Position** in den altbekannten **sicheren Häfen** erscheint sinnvoll, zumal unser taktisches **Analysemodell sowohl deutsche Bundesanleihen als auch amerikanische Treasuries noch immer positiv einschätzt**.

Renten: Sichere Häfen und Unternehmensanleihen

Nicht nur der warme Wind aus Afrika, sondern auch die anhaltende Rezession spricht für einen weiteren langen und heißen Sommer in den Mittelmeerländern. Die anfängliche Euphorie, die die Renditen nach dem Euro-Gipfeltreffen deutlich fallen ließ, scheint rasch verflogen, und zwar aus drei Gründen: (1) wegen der merkwürdigen Äußerungen einiger Regierungsvertreter, dass die Ergebnisse des Gipfeltreffens von den Märkten zu positiv aufgenommen worden seien und dem Mangel an Klarheit über die Umsetzung, (2) wegen der Weigerung der EZB, eine aktivere Geldpolitik zu verfolgen und (3) aufgrund der enttäuschenden Zahlen zu den spanischen und italienischen Staatsfinanzen im 1. Quartal.

Die langfristige Bewertung der klassischen sicheren Häfen (amerikanische und deutsche Staatsanleihen) liegt zugegebenermaßen deutlich über dem fairen Wert. Dennoch sprechen unsere taktischen Modelle noch immer für Long-Positionen in beiden Assetklassen.

In volatilen Zeiten sollte man aber auch die Bedeutung der Diversifikation nicht unterschätzen. Ein angemessenes Engagement in Peripherieländeranleihen könnte daher die risikoadjustierte Portfolioperformance steigern. Begrenzen ließen sich die Risiken, indem man sich auf Kurzläufer beschränkt, deren Laufzeiten die Dauer der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte der EZB nicht überschreiten. Wenn die existenziellen Risiken allmählich nachlassen, sind aber durchaus offensivere Strategien denkbar.

Die Daten aus den **USA** ändern nichts an dem Eindruck, dass die Beschäftigung nur moderat wächst und dies nicht ausreicht, um die Arbeitslosigkeit zu verringern. Am 20. Juni hat die Fed ihre Operation Twist bis zum Jahresende verlängert. Dennoch könnte die zweite Jahreshälfte 2012 enttäuschend verlaufen. All dies hat eine weitere Runde Quantitative Easing wahrscheinlicher gemacht.

Seit Jahresbeginn haben **Unternehmensanleihen** Staatsanleihen hinter sich gelassen, in den USA wie im Euroraum. Trotz der weiteren Abschwächung der Weltwirtschaft, die neue Risiken und mehr Volatilität am Unternehmensanleihemarkt bedeutet, bleiben wir dabei, dass die derzeitigen Spreads von 170 Basispunkten bei europäischen und 115 Basispunkten bei amerikanischen Investmentgrade-Unternehmensanleihen ein ausreichender Puffer sind. Außerdem befinden sich die Emittenten in recht guter Verfassung – obwohl sowohl für die USA als auch für Europa in diesem Jahr nur ein mageres Gewinnwachstum zu erwarten ist. In Europa dürften die Gewinne sogar zurückgehen.

Aktien: Am Ball bleiben

Die Aktienmärkte begrüßten das griechische Wahlergebnis und die Ergebnisse des EU-Gipfels im Juni. An den Fundamentaldaten hat sich hingegen nur wenig geändert, allerdings mit zwei Ausnahmen: Die Konjunkturrisiken sind gestiegen und die Geldpolitik wurde weltweit gelockert. Für uns ist die Aktienmarkterholung daher eher der Gleichstellung von Shortpositionen zu verdanken als einer echten Trendwende.

In den USA hat in der letzten Woche die Berichtssaison begonnen. Insgesamt rechnen wir mit uneinheitlichen Ergebnissen.

Da die Konjunktur auf beiden Seiten des Atlantiks gleichermaßen nachgelassen hat, erwarten wir für Europa und die USA eine parallele Entwicklung. Entscheidend ist daher weniger die Länderallokation als vielmehr die Aktienquote.

Für **Euroraum-Aktien** bleiben die Risiken hoch. Die Konsenserwartungen für das Gewinnwachstum in diesem Jahr sind zwar noch immer positiv, doch halten wir dies angesichts der Rezession für viel zu optimistisch. Der

anhaltende Druck auf Umsätze und Margen dürfte in diesem Jahr einen Gewinnrückgang um 5% zur Folge haben. Folglich sind die wachstumsbereinigten Kennziffern nicht so attraktiv wie die unbereinigten vermuten lassen. Innerhalb des Euroraums bleiben **wir für Deutschland optimistisch**. Hier sind aufgrund der stabilen Fundamentaldaten und der recht günstigen Bewertungen die höchsten risikoadjustierten Erträge zu erwarten. **Frankreich schätzen wir hingegen negativ ein**. Hier leiden die Unternehmen sowohl unter den immer neuen staatlichen Sparmaßnahmen, die das Nachfragewachstum schwächen, als auch unmittelbar unter höheren Steuern.

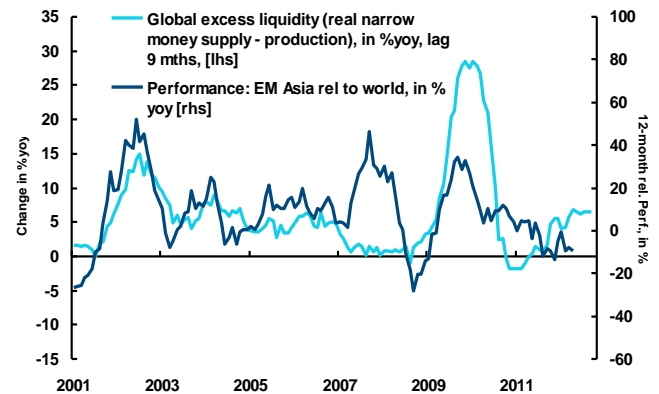
Für eine optimistische Einschätzung **Japans und Großbritanniens** gibt es unserer Ansicht nach noch immer keinen überzeugenden Grund. Die letzten Konjunkturerwartungen bestätigen uns darin. Trotz besserer Gewinnaussichten sind **amerikanische Aktien** zurzeit neutral bewertet, was ihr Aufwärtspotenzial offensichtlich begrenzt.

Am attraktivsten erscheinen uns weiter Papiere aus den **asiatischen Schwellenländern**. Im Vergleich zu anderen Emerging Markets sind sie attraktiv bewertet. Außerdem dürfte das Gewinnwachstum bald seinen Tiefpunkt erreicht haben und in diesem Jahr wieder 15% betragen. Hinzu kommen die noch immer erheblichen Möglichkeiten der Geld- und Fiskalpolitik, die Konjunktur und damit die Aktienmärkte zu stützen. In Zeiten reichlich vorhandener Liquidität lassen Emerging-Market-Aktien die übrigen Märkte in der Regel hinter sich (*Abbildung 4*).

Abbildung 4

Hohe Liquidität: günstig für asiatische Emerging-Market-Aktien

Excess liquidity & EM Asia relative performance



Quellen: Datastream, AXA IM Research

Risiken für unsere Investmentstrategie

Euroraum: Die Politik zeigt sich überraschend reformfreudig

Wenn die Reformen große Fortschritte machen, könnte sich unsere derzeitige Asset-Allokation als zu vorsichtig erweisen. Wir müssten unsere Empfehlungen dann überdenken.

Die Haushaltskonsolidierung im Euroraum verfehlt bzw. überschreitet ihre Ziele

Die jüngsten Daten zu den Staatsfinanzen sind uneinheitlich. In Irland und Portugal werden die Konsolidierungsziele offensichtlich eingehalten, in Italien und Spanien gibt es aber Probleme und kaum Fortschritte. Dies könnte einen weiteren Vertrauensverlust und damit noch weitere Spreads bedeuten.

Gute Nachrichten würden die Spreads hingegen zurückgehen lassen, was auch für andere Spreadprodukte günstig wäre.

Haushaltskonsolidierung in den USA

Auch wenn das Konsolidierungsprogramm erst in einigen Monaten endgültig verabschiedet wird, machen sich die Marktteilnehmer allmählich Sorgen über seinen Umfang. Die Frage wird sein, ob die USA Anfang 2013 in die Rezession fallen oder nicht.

Griechenland: Neue Regierung, alte Probleme

von Manolis DAVRADAKIS

Bei ihrem ersten Treffen mit der neuen griechischen Regierung wies die Troika darauf hin, dass die Kreditvereinbarungen in 210 Einzelpunkten nicht eingehalten worden sind. Sie betreffen die Haushaltskonsolidierung ebenso wie Strukturreformen. Inzwischen steht fest, dass das Rettungsprogramm erst dann neu verhandelt wird, wenn die Reformen wieder mehr nach Plan verlaufen. Die Troika erwartet von der griechischen Regierung konkrete Einsparungsvorschläge in Höhe von 11,5 Mrd. Euro in den Jahren 2013 und 2014. Außerdem sollen die bereits für 2012 vereinbarten, aber nicht umgesetzten Strukturreformen und Haushaltsziele erreicht werden. Offensichtlich scheint die griechische Regierung dies zu akzeptieren, sofern das Konsolidierungsprogramm in Höhe von 11,5 Mrd. Euro nicht noch einmal erhöht wird und die Sparmaßnahmen gleichmäßig über vier Jahre verteilt werden anstatt, wie zunächst vereinbart, nur auf die Jahre 2013 und 2014.

Die Troika wird nun einen Fortschrittsbericht verfassen, der Ende August veröffentlicht wird. Dies bedeutet, dass die nächste, für August vorgesehene Rate an Hilfgeldern jetzt mit Verzögerung ausgezahlt wird, möglicherweise nicht vor dem Frühherbst. Ende Juli wird die griechische Staatskasse leer sein, und am 20. August wird eine 3,2 Mrd. Euro umfassende griechische Staatsanleihe im Portfolio der Europäischen Zentralbank fällig.

Wie auch immer: Wenn eine geplante Rate aus dem Hilfsprogramm nicht ausgezahlt wird, wird die griechische Regierung so vorgehen wie gehabt. Sie wird zunächst Rechnungen nicht bezahlen und zusätzliche kurzfristige Schatzwechsel emittieren. Die EZB wird eine verspätete Rückzahlung der 3,2 Mrd. Euro vermutlich hinnehmen und akzeptieren, dass erst die nächste Tranche aus dem Hilfspaket dennoch ausgezahlt wird – weil dies die griechischen Liquiditätsprobleme abmildert und einen Staatsbankrott verhindert.

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.