

## Schwäche Chinas und der USA vorbei, aber Risiken bleiben

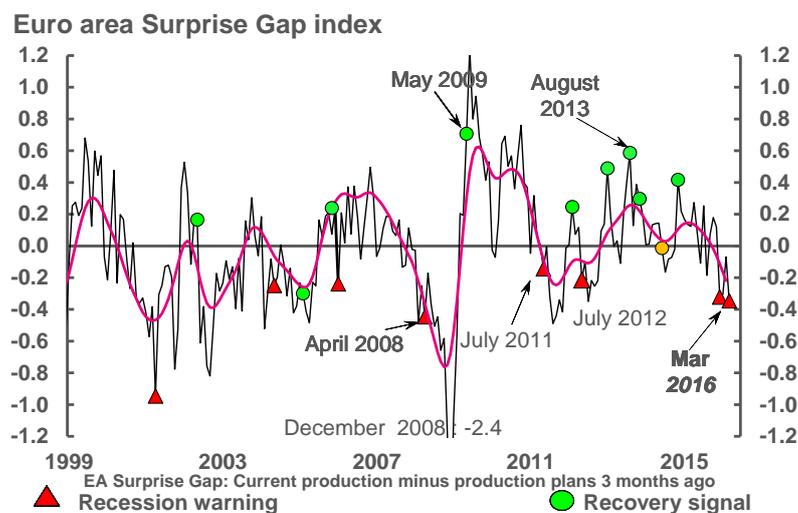
Risiko durch neutrale Gewichtung von Euro-Aktien weiter gesenkt

### Im Überblick

- Änderungen der Asset-Allokation:**  
 Wir bleiben vorsichtig und lassen Aktien mittel- und langfristig untergewichtet. Die nachlassende Unterstützung durch den Welthandel und die politischen Risiken im Juni (Brexit, Spanien, Griechenland) belasten kurzfristig den Euroraum. **Wir gewichten Euroraum-Aktien nur noch neutral, bleiben aber für Unternehmensanleihen optimistisch.**
- Die US-Wirtschaft zieht nach einer Schwächephase wieder an. Der ISM-Index ist stark gestiegen, sodass sich die Surprise Gap deutlich verbessert hat. Die Konjunktur dürfte sich also bis Jahresende beleben.
- Wir erwarten 2016 zwei Zinsschritte der Fed: zur Jahresmitte und im Dezember. Internationale Probleme könnten die Fed aber veranlassen, die Zinsen nur einmal zu erhöhen – gegen Jahresende.
- Die Erholung im Euroraum ist aufgrund des Brexit-Risikos und des schwachen Welthandels fragil. Unsere Surprise Gap war in den letzten drei Monaten zweimal im roten Bereich.
- Nach mäßigem Jahresbeginn profitieren die Schwellenländer von einer lockeren Politik der Fed, schwindenden China-Sorgen und steigenden Rohstoffpreisen. Ein Konjunkturaufschwung, der die Marktstimmung nachhaltig bessern würde, ist aber nicht in Sicht. Die politische Unsicherheit steigt, die Rohstoffpreise bleiben unberechenbar.

Abbildung 1

### Im Euroraum fiel die Surprise Gap auch im März



Quellen: Eurostat und AXA IM Research

### Empfehlungen für die Asset-Allokation

	kurzfristig (3-6 Monate)	mittelfristig (12-24 Monate)
Kasse	●	=
Aktien	●	●
Staatsanleihen	=	●
Unternehmensanleihen	●	=

▲/▼ Veränderung ggü. dem Vormonat

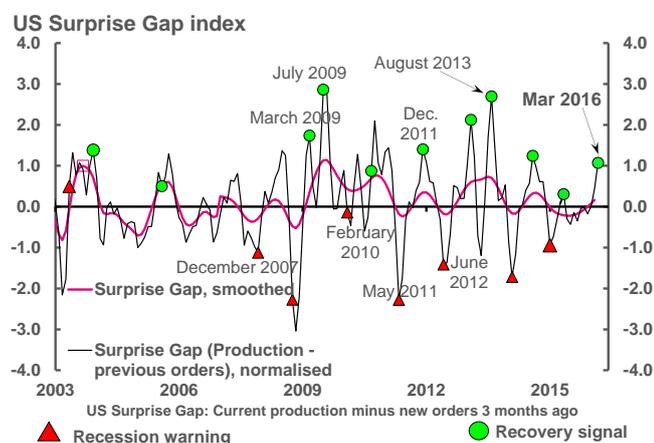
Quelle: AXA IM Research

Das 1. Quartal 2016 war zweigeteilt: Risikoreiche Anlagen gaben bis Mitte Februar deutlich nach und erholten sich dann kräftig. Die Trendwende ging damit einher, dass die Ölpreise anzogen, das Rezessionsrisiko in den USA abnahm und die Fed expansiver wurde (sodass der US-Dollar nachgab). Schließlich überraschte die EZB auf ihrer Märzsession mit einem neuen Maßnahmenpaket.

## USA: bessere Konjunkturaussichten

Die amerikanische Wirtschaft zieht nach einer Schwächeperiode wieder an. Die Geschäftsklimaindizes für die Industrie stiegen kräftig. Insbesondere erreichte der für die Industriekonjunktur besonders aussagekräftige Index der Federal Reserve Bank von Richmond im März ein Sechsjahreshoch. Auch der ISM-Index legte aufgrund seiner Produktionskomponente zu. Dadurch weitete sich die Surprise Gap deutlich aus (Abbildung 2), was für das 2. Quartal optimistisch stimmt. Wir rechnen auch im weiteren Jahresverlauf mit solidem Wachstum, da die zunehmende Beschäftigung und die niedrige Inflation den Konsum stützen.

Abbildung 2  
Stärkerer ISM-Index verheißt Gutes für das 2. Quartal



Quellen: Datastream und AXA IM Research

Eine stärkere US-Konjunktur könnte die Normalisierung der amerikanischen Geldpolitik beschleunigen, aber die Emerging Markets belasten. Obwohl die Geldpolitik der USA, des Zentrums der Weltwirtschaft, über Kapitalflüsse den Rest der Welt beeinflusst, lässt sich die Fed zurzeit in hohem Maße vom internationalen Konjunktur- und Finanzumfeld leiten. Möglicherweise handelt sie deshalb zu spät<sup>1</sup>. Dann müssten die Zinsen öfter oder stärker erhöht werden, was aber wohl zu Marktvolatilität und Risikoaversion führen dürfte.

Wir erwarten 2016 zwei Zinsschritte der Fed: einen zur Jahresmitte, wahrscheinlich im Juli nach dem Brexit-Referendum im Juni, und einen im Dezember nach den US-Präsidentenwahlen im November. Internationale Probleme könnten die Fed aber veranlassen, nur einmal Ende des Jahres die Zinsen zu erhöhen.

**Die EZB hingegen dürfte ihre Geldpolitik weiter lockern.** Industrieproduktion und Konsum haben sich im 1. Quartal bisher gut entwickelt. Die Arbeitsmarkt- und Kre-

ditdaten sprechen ebenfalls für einen anhaltenden moderaten Aufschwung.

Dass der **Aufschwung im Euroraum noch anfällig** ist, zeigt indessen die Surprise Gap. Sie fiel im März aufgrund schwacher Produktionsdaten in Frankreich und in geringerem Maße in Deutschland auf -0,4 und signalisiert damit ein Rezessionsrisiko im Verarbeitenden Gewerbe. Das schwache Wachstum des Welthandels von nur 2% und die zunehmenden politischen Risiken in Europa bis hin zu einem Brexit belasten das Geschäftsklima und damit die Unternehmensinvestitionen, auch wenn die EZB die Finanzierung immer attraktiver macht.

**Bis Juni könnten in Europa wieder politische Risiken aufkommen.** Ein Ja der Briten zum Brexit könnte eine erhebliche Risikoaversion auslösen, die Wertpapieren mit hohem Beta schaden würde. Den Meinungsumfragen zufolge liegen die Brexit-Gegner leicht in Führung. Wegen des hohen Anteils Unentschlossener ist aber noch keine zuverlässige Prognose möglich.

Politische Risiken gibt es auch in Spanien, wo vorgezogene Neuwahlen wahrscheinlicher werden, und in Griechenland, wo eine Anleihe zur Tilgung ansteht.

Die schwache Konjunktur und die **kontinuierliche Yen-Aufwertung dürften die japanische Zentralbank veranlassen, im April** über weitere Wertpapierkäufe (ohne japanische Staatsanleihen) **die Geldpolitik weiter zu lockern.** Weitere fiskalpolitische Impulse wurden vor kurzem mit staatlichen Investitionsprogrammen gesetzt, und der Verzicht auf eine Verbrauchssteuererhöhung im Jahr 2017 wird immer wahrscheinlicher. Denkbar ist auch, dass mit ehrgeizigeren Maßnahmen wie einer engeren Abstimmung von Fiskal- und Geldpolitik ein erster Schritt in Richtung „Helikoptergeld“ getan wird.

## Atempause für die Emerging Markets

Die Emerging Markets waren nicht sehr gut ins neue Jahr gestartet. Im Januar floss noch mehr Kapital aus ihnen ab als nach der Tapering-Ankündigung im Mai 2013. Doch dann kehrten die Anleger zurück, und zwar aus drei Gründen: Erstens nahm die Fed eine expansivere Haltung ein. Im Median erwarten die Währungshüter jetzt langfristig einen niedrigeren Leitzins als bisher, womit sie sich den Markterwartungen angenähert haben. Das dürfte negative Überraschungen unwahrscheinlicher machen und verhalf zudem den Emerging-Market-Währungen zu einer Erholung.

Zweitens erholten sich die Rohstoffpreise aufgrund der Hoffnung, dass Saudi-Arabien und Russland die Ölförderung einfrieren würden. Das wieder größere Vertrauen in die wirtschaftspolitischen Möglichkeiten der chinesischen Behörden und die Ankündigung weiterer fiskalpolitischer Impulse dämpften die Zweifel an der weltweiten Rohstoffnachfrage.

Drittens ist das politische Umfeld in mehreren Schwellenländern marktfreundlicher geworden. So ist in Brasilien die Amtsenthebung von Präsidentin Rousseff näher gerückt, nachdem gegen ihren Verbündeten, Ex-Präsident Lula, Anklage erhoben wurde und ihr Koalitionspartner PMDB die Regierung verließ.

<sup>1</sup> Clavel, L., „Short euro and yen: we shall not surrender“, AXA IM Research, 12. April 2016.

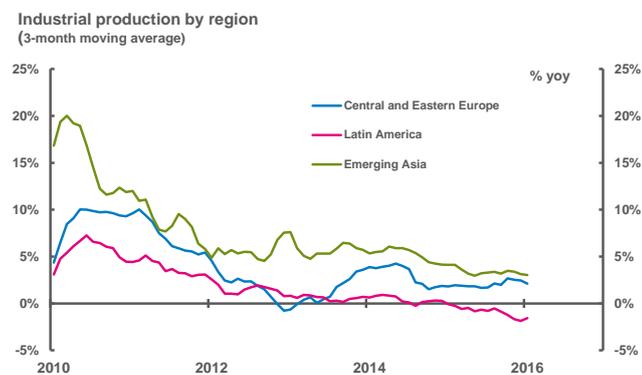
Wegen der Negativzinsen in immer mehr Industrieländern verlagert sich die Suche nach Rendite in die Emerging Markets. So stammte ein Großteil der Portfolioinvestitionen in den Emerging Markets (nach IIF-Angaben im März 36,8 Mrd. US-Dollar, ein 21-Monats-Hoch) aus dem Euroraum. Dies gilt aufgrund des Außenhandels vor allem für Mittel- und Osteuropa.

## Kurze Erholung

Eine bessere Stimmung ist notwendig, aber nicht ausreichend, um die Emerging Markets dauerhaft zu stützen. Bei einem breiten Konjunkturaufschwung würden Emerging-Market-Anlagen über längere Zeit zulegen. **Die Konjunktur zieht aber nur in den europäischen und asiatischen Schwellenländern an, während Lateinamerika auf der Stelle tritt.** Die Industrieproduktion hat sich in Asien sowie in Mittel- und Osteuropa stabilisiert, in Lateinamerika schrumpft sie weiter (Abbildung 3). Die Einkaufsmanagerindizes von März deuten darauf hin, dass sich das reale BIP-Wachstum im 1. Quartal 2016 in Mittel- und Osteuropa stabilisiert und in Asien beschleunigt hat.

Abbildung 3

### Lateinamerika bleibt die schwächste Region



Quellen: Datastream und AXA IM Research

Den Frühindikatoren zufolge könnte der Welthandel etwas anziehen. Die richtungweisenden Zahlen aus Südkorea fielen im März ermutigend aus.

**Die Konjunkturunterschiede zwischen den Emerging Markets spiegeln sich auch in der Geldpolitik wider: In Lateinamerika wird sie gestrafft, in Mittel- und Osteuropa sowie Asien gelockert.** In Lateinamerika haben fast alle Zentralbanken die Zinsen erhöht, um ihre aufgrund fallender Rohstoffpreise schwächelnden Währungen zu stabilisieren. Aktuelle Beispiele sind Kolumbien und Chile. Die mittel- und osteuropäischen Zentralbanken prüfen dagegen Negativzinsen (Ungarn), und in Asien werden die Zinsen – wie kürzlich in Indien – weiter gesenkt.

Die Einkaufsmanagerindizes von März zeigen, dass sich die **Konjunkturerholung in China auf das übrige Asien ausbreitet. Dank der wirtschaftspolitischen Impulse werden in den Tier-1-Städten wieder mehr Wohnimmobilien zu höheren Preisen verkauft.** Dies und die Belebung der Infrastrukturinvestitionen hat Frühindikatoren wie die Strom- und Kohleproduktion sowie Geschäftsklimaindizes steigen lassen. Daher dürfte das BIP-Wachstum im 2. Quartal anziehen – vorsichtig geschätzt auf 1,6% gegenüber dem Vorquartal.

In den asiatischen Schwellenländern, allen voran China, steigen die Nahrungsmittelpreise kräftig aufgrund von El Niño, der zu Regenmangel und schlechten Ernten geführt hat. Dieser wohl nur vorübergehende Preisanstieg dürften der expansiven Geldpolitik in der Region aber keinen Abbruch tun.

Die Rohstoffpreise, deren Anstieg den Emerging Markets in letzter Zeit zugutekam, könnten wieder fallen. Dieses Risiko besteht, weil Saudi-Arabien die Ölförderung nur unter Beteiligung des Irans einfrieren wird. Der Iran will aber wieder so viel Öl fördern wie vor den Sanktionen. Außerdem könnte Saudi-Arabien Aramco teilprivatisieren, um mit den Erlösen eine längere Phase niedriger Rohstoffpreise zu überstehen.

Schließlich **könnten in großen Schwellenländern wieder politische Risiken aufflammen.** Bis Sommer stehen in Indien, Südafrika und den Philippinen viele lokale oder allgemeine Wahlen an. Neue politische Unbekannte gefährden die politische und gesellschaftliche Stabilität. So kamen in Südafrika Zweifel an der Stabilität der Regierung auf, als der Oberste Gerichtshof Präsident Zuma wegen Veruntreuung öffentlicher Mittel Verfassungsbruch vorwarf. In Brasilien könnte sich die Amtsenthebung von Präsidentin Rousseff in die Länge ziehen und mit einer führungslosen Regierung enden. Ihr wird die zur Wiedergewinnung des Investmentgrade-Ratings erforderliche Haushaltskonsolidierung nicht unbedingt gelingen.

## Erholung des Aktienmarkts nicht haltbar – Euroraum-Aktien auf neutral reduzieren

Die Aktienmärkte haben sich seit ihren Tiefstständen Mitte Februar kräftig erholt – weil Fed-Vertreter nach der März Sitzung des Offenmarktausschusses eine lockere Geldpolitik signalisierten und sich Energiepreise und Währungen stabilisierten.

**Wir bezweifeln aber die Nachhaltigkeit dieses Aufschwungs und lassen Aktien insgesamt untergewichtet.**

Auch wenn der Markt kurzfristig keine Rezession erwartet, ist das Konjunkturmilieu immer noch schwierig. Die Anleger werden die Berichtssaison genau verfolgen, um die zukünftigen Gewinnaussichten, aber auch die Stärke der aktuellen Gewinnrezession einzuschätzen. Wir sind überzeugt, dass die aktuellen **Unternehmensgewinnerwartungen der Analysten (+5% für den MSCI World)** zu optimistisch sind und **das weiterhin schwache Absatzwachstum sowie die wachsenden Risiken für die Gewinnmargen nicht widerspiegeln.**

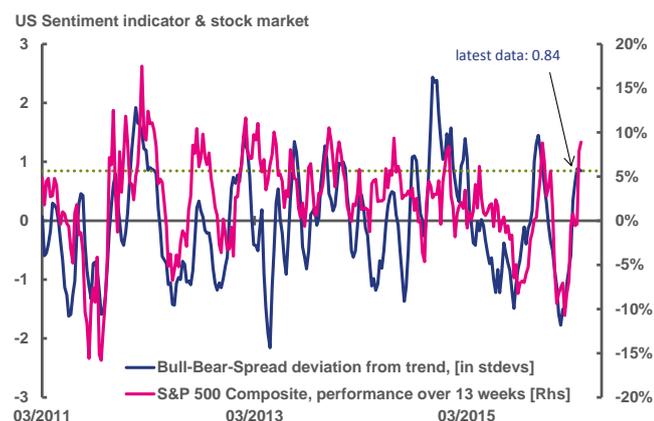
Der Weltaktienmarkt notiert beim 19-fachen der Gewinne, der US-Markt über dem 21-fachen (eine Standardabweichung über dem langfristigen Durchschnitt), der Euroraum etwa beim 18-fachen der Gewinne.

Nach ihrer jüngsten Rallye sind die **Märkte kurzfristig auf breiter Front überkauft.** So hat der Bull-Bear-Spread fast eine Standardabweichung erreicht (Abbildung 4). Auch wenn dieser Indikator keine besonders verlässlichen Verkaufssignale liefert, sehen wir bei der aktuellen Bewertung eindeutig Abwärtsrisiken.

Daher bleiben wir in Aktien insgesamt untergewichtet.

Abbildung 4

### Der US-Aktienmarkt ist überkauft



Quellen: Datastream und AXA IM Research

Im Aktienbereich **verringern wir die Gewichtung des Euroraums auf neutral, aber bestätigen die übrigen Empfehlungen.**

Euroraum-Aktien, die bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 18 notieren, haben sich seit Jahresbeginn trotz der energischen Maßnahmen der EZB unterdurchschnittlich entwickelt. Der unerwartete Rückgang der Surprise Gap (Abbildung 1 auf Seite 1), die überraschend geringe Euro-Abwertung, das Brexit-Referendum und die Rückzahlung einer griechischen Anleihe in EZB-Besitz verunsichern in einem Maße, das die zusätzliche Zentralbankliquidität nicht vollständig kompensieren kann – zumindest bei risikoreichen Titeln. Wir empfehlen daher, den **Euroraum nur noch neutral zu gewichten.**

Der S&P 500 notiert bei Redaktionsschluss nur 3% unter seinem Allzeithoch. Hinweise der Fed-Vorsitzenden Yellen auf eine wenig restriktive Geldpolitik schwächten den US-Dollar und gaben dadurch amerikanischen Aktien Auftrieb. Außerdem könnten unerwartet gute Industrieindikatoren, insbesondere die kräftig gestiegene Surprise-Gap (Abbildung 2, Seite 2), US-Aktien bald wieder zu ihren historischen Höchstständen verhelfen.

Die Niedrigzins-Rhetorik der Fed dürfte jedoch weder von Dauer sein – wir erwarten den nächsten Zinsschritt vor der Sommerpause – noch die Fundamentaldaten verdrängen. Insbesondere die schwachen Gewinnaussichten halten wir mit den aktuellen Bewertungen für unvereinbar.

Der amerikanische Aktienmarkt hat daher unserer Einschätzung nach ein sehr begrenztes Potenzial und ist nicht frei von Abwärtsrisiken behaftet. Wir lassen **amerikanische Aktien daher untergewichtet.**

Man kann die Dinge aber auch anders sehen: Aufgrund seines niedrigen Betas bietet der amerikanische Aktienmarkt in einem risikoreichen Umfeld den besten Schutz.

Die **deutliche Yen-Aufwertung**, die der japanischen Zentralbank und Regierung sicher Kopfzerbrechen bereitet, **hat japanische Aktien belastet.** Die wachsenden Zweifel an der Wirksamkeit des Quantitative and Qualitative Easing und der Abenomics werden die Behörden zu

entschlossenem Handeln zwingen. Fiskalpolitische Maßnahmen dürften derzeit ebenso geprüft werden wie eine direkte Finanzierung mit der Notenpresse, zusätzlich zu weiteren Wertpapierkäufen (ohne japanische Staatsanleihen). Die nächste Zentralbankratsitzung Ende April muss daher aufmerksam verfolgt werden. Bis dahin halten wir an unserer Übergewichtung fest.

### In den Emerging Markets weiter neutral gewichtet

Die Emerging Markets haben ein schwieriges Wirtschaftsumfeld aus schwacher Konjunktur und in einigen Regionen hoher Inflation. Das schlägt sich in den Geschäftsberichten nieder. Sie weisen magere Gewinne und eine – auch aufgrund niedriger Zinsen – steigende Verschuldung aus. Für 2016 ist angesichts stagnierender Absätze und steigender Kosten nur ein begrenztes Gewinnwachstum zu erwarten.

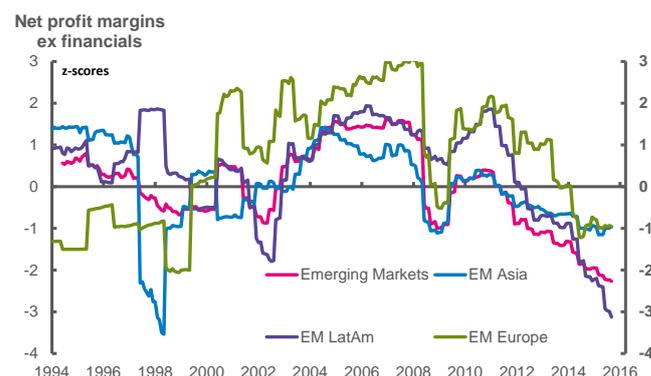
Die relativen Bewertungen entsprechen dem langfristigen Durchschnitt, auch wenn die absoluten Zahlen etwas anderes suggerieren. Das schwache Wachstum und die höhere Risikoprämie dieser Assetklasse lassen wenig Spielraum für eine höhere Bewertung.

Die in letzter Zeit starken Kapitalflüsse in die Emerging Markets haben keine fundamentale Erklärung. Sie sind vielmehr die Folge der relativ expansiven Haltung der Fed, der höheren Ölpreise und der Hoffnung auf politischen Wandel in Brasilien. Die Zentralbankpolitik, die Fundamentaldaten und die Bewertungen werden für die weitere Entwicklung entscheidend sein.

Wie bereits erwähnt, erwarten wir eine divergierende Geldpolitik. Die asiatischen Emerging Markets dürften die Geldpolitik weiter lockern, während sie in Lateinamerika wohl gestrafft wird. Auch die Bewertungen sprechen für die asiatischen Emerging Markets. Die Nettogewinnmargen liegen dort bei 6%. Das ist im Vergangenheitsvergleich wenig, aber besser als in den anderen Regionen, gegenüber denen sie sich stabilisiert haben (Abbildung 5).

Abbildung 5

### Die Gewinnmargen sinken, aber in Asien weniger stark



Quellen: Datastream und AXA IM Research

### Anleihen: Neutral, aber europäische Peripherie bevorzugt

Wir bleiben in Anleihen insgesamt neutral gewichtet und bevorzugen weiterhin die europäische Peripherie.

Ab diesem Monat kauft die EZB mehr Anleihen. Sie hat den monatlichen Zielbetrag von 60 auf 80 Mrd. Euro erhöht. Daraufhin stiegen erstaunlicherweise die Bundesanleiherenditen zunächst, bevor sie sich rund 10 Basispunkte unterhalb ihres Niveaus vor der EZB-Ratssitzung einpendelten.

Da Unternehmensanleihen erst ab Juni gekauft werden, dürften vor allem Staatsanleihen verstärkt nachgefragt werden. Außerdem sinkt im April normalerweise das Nettoangebot, vor allem, weil Coupon- und Tilgungszahlungen auf französische Staatsanleihen anfallen.

Wir halten den aktuellen Renditerückgang daher nicht für eine Wiederholung der Entwicklung von vor einem Jahr und wären nicht überrascht, wenn die Bundesanleiherenditen in nächster Zeit auf dem heutigen Niveau blieben.

Außerdem könnten neue Sorgen um den Euro im Vorfeld des Brexit-Referendums leicht eine Flucht in sichere Anlagen auslösen. Deren Risiko-Ertrags-Profil ist allerdings immer noch unattraktiv. **Daher lassen wir Staatsanleihen aus Euroraum-Kernländern neutral gewichtet.**

Nach der Entscheidung der EZB, ihr Kaufprogramm für Anleihen des öffentlichen Sektors aufzustocken, **stabilisierten sich die Peripherieländerspreads.** Ihr aktuelles Niveau von 120-130 Basispunkten ist jedoch immer noch attraktiv, lagen sie doch vor einem Jahr bei rund 90 Basispunkten. Die zusätzlichen Staatsanleihekäufe, die den Nachfrageüberhang weiter verschärfen, dürften in Verbindung mit Portfolioumschichtungen Peripherieländersanleihen zu leichten Mehrerträgen gegenüber Bundesanleihen verhelfen. Auch bleiben wir überzeugt, dass die EZB ihr Wertpapierkaufprogramm mindestens bis September 2017 fortsetzt.

Eines sollte man allerdings bedenken: Die sehr niedrigen Zinsen könnten mehr Volatilität und damit geringere risikobereinigte Erträge bedeuten.

Die Fed-Vorsitzende Yellen hielt sich mit einer differenzierten Rede vor dem Economic Club of New York alle Türen offen. Angesichts der internationalen Gefahren und des Risikos rückläufiger Inflationserwartungen stellte sie jedoch insgesamt eine relativ lockere Geldpolitik in Aussicht. Es gibt aber auch Stimmen für eine restriktive Politik. Der stellvertretende Fed-Vorsitzende Fischer warnte vor steigender Inflation, und andere Fed-Vertreter schlugen einen noch schärferen Ton an. **Trotzdem gaben die Renditen für alle Laufzeiten leicht nach, da sich die Einschätzung durchsetzte, es werde dieses Jahr nur einen Zinsschritt statt zwei geben.**

In den kommenden Monaten dürfte die Fed eine zunehmend restriktive Haltung einnehmen. Die jüngsten Geschäftsklimaindizes einschließlich des ISM-Index deuten darauf hin, dass sich das BIP-Wachstum im 2. Quartal auf gut 2% gegenüber dem Vorquartal beschleunigen könnte. Wir rechnen daher weiterhin mit zwei Zinsschritten in diesem Jahr: einem vor der Sommerpause und einem vermutlich im Dezember.

**Wir lassen amerikanische Staatsanleihen daher neutral gewichtet, schätzen aber inflationsindexierte An-**

**leihen weiterhin positiv ein. Dafür sprechen die aktuelle Inflationsentwicklung in den USA** und ermutigende Lohnsteigerungen, die allerdings die zunehmenden Knappheiten am Arbeitsmarkt noch nicht vollständig widerspiegeln.

## Unternehmensanleihen weiter interessant

Der schwache US-Dollar, die anhaltende Stabilisierung der Rohstoffpreise, die relativ expansive Haltung der Fed und die angekündigten Unternehmensanleihekäufe der EZB haben die Risikobereitschaft gestärkt und die Unternehmensanleihespreads – mit Ausnahme der amerikanischen High-Yield-Spreads – sinken lassen.

Wir meinen weiterhin, dass das Unternehmensanleihekaufprogramm der EZB („CSPP“) Euro-denominierten Unternehmensanleihen sehr zugutekommen wird.<sup>2</sup> Die Aussicht auf Käufe Euro-denominierten Investmentgrade-Industrieanleihen dürfte Spreadausweitungen und Volatilität bei Korrekturen dämpfen. Das Programm wirkt allein schon durch den Ankündigungseffekt. Möglicherweise müssen gar nicht so viele Unternehmensanleihen gekauft werden, um die Spreads dauerhaft zu drücken. Als „Käufer der letzten Instanz“ spannt die EZB ein Sicherheitsnetz für die Marktliquidität, das die Anleger zum Kauf Euro-denominierten Investmentgrade-Anleihen ermutigen dürfte. **Aufgrund von Umschichtungen in High-Yield-Anleihen dürften auch deren Spreads zurückgehen.** Wenn die EZB auch Anleihen mit gespaltenem Rating kauft, werden sich die Spreads von BB-Anleihen noch stärker verengen.

Die Spreads CSPP-fähiger Industrieanleihen dürften gegenüber ihrem Niveau vor der EZB-Ratssitzung (9. März Marktschluss) um 40% zurückgehen. Das entspricht der Spreadverengung bei gedeckten Schuldverschreibungen zwischen der Ankündigung des dritten Kaufprogramms für gedeckte Schuldverschreibungen im September 2014 und den Spreadtiefs im Mai 2015.

<sup>2</sup> Venizelos, G., „[ECB corporate purchases positive for credit](#)“, AXA IM Research, 25. März 2016.

AXA IM Research gibt es auch online: <http://www.axa-im.com/en/research>



hier erhältlich:



## WICHTIGE HINWEISE

Die Informationen, Finanzdaten und Empfehlungen von AXA Investment Managers stellen weder ein Angebot für den Erwerb bzw. den Verkauf von Finanzinstrumenten / Investmentfonds noch eine Anlageberatungsdienstleistung dar. Bitte beachten Sie, dass in diesem Dokument teilweise öffentliche Daten offizieller Herausgeber von Wirtschafts- und Marktstatistikunternehmen 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 kann.