

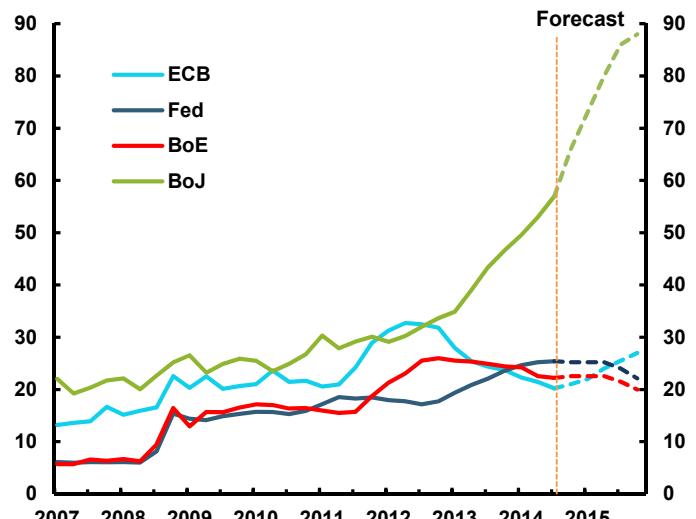
## Ausblick 2015

### In Kürze

- Die Weltwirtschaft dürfte im neuen Jahr um 3,4% wachsen – möglicherweise einen Viertel Prozentpunkt mehr, wenn der Ölpreis unter 70 US-Dollar je Barrel bleibt. Nicht mehr die Fed wird für Liquidität sorgen, sondern die EZB und die Notenbanken Japans und Chinas.
- Der solide Arbeitsmarkt und der nicht minder solide Unternehmenssektor werden in den USA vermutlich für Wachstum sorgen. Die Fed wird ihre Geldpolitik daher wohl ab Mitte 2015 normalisieren. Bei einer anhaltend niedrigen Inflation könnte sich die erste Zins erhöhung aber verzögern.
- Am mäßigen Wachstum und der geringen Inflation im Euroraum dürfte sich nichts ändern. Vor allem der Konsum bleibt schwach. Die EZB ist fest entschlossen, ihre Bilanz auszuweiten, und wird dabei wohl pragmatisch vorgehen. Die politische Unsicherheit bleibt hoch.
- In den Schwellenländern wird das Wachstum 2015 leicht steigen, auf etwa 4,3%. Das billige Öl gibt den Notenbanken mehr Spielraum, zumindest in energie importierenden Ländern.
- Wir raten zu höheren Risiken mit einer Übergewichtung von Aktien und einer Untergewichtung von US Staatsanleihen. Unternehmensanleihen schätzen wir neutral ein. Außerdem erwarten wir eine allmähliche Normalisierung der Volatilität.
- Die unterschiedliche Geldpolitik in den USA und im Euroraum bleibt nicht ohne Auswirkungen auf Renten. Die amerikanischen Staatsanleiherenditen dürften in Richtung 3% steigen, während wir im Euroraum und in Japan nicht mit einem signifikanten Anstieg rechnen. Hier bestimmen weiter die Notenbanken den Markt.
- Aufgrund voraussichtlich steigender Unternehmensgewinne und der Unterstützung der Notenbanken bevorzugen wir Aktien aus dem Euroraum und Japan gegenüber US-Titeln. Bei Emerging-Market-Aktien geben wir Asien den Vorzug gegenüber Lateinamerika, da die Märkte unterschiedlich auf die US-Geldpolitik und den Ölpreisverfall reagieren.

### Die Notenbankbilanzen entwickeln sich auseinander

Central banks balance sheets - % of GDP



Quellen: Datastream, AXA IM Research

### Asset-Allokation (Empfehlung)

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

▲/▼ Veränderung ggü. dem Vormonat

Quelle: AXA IM



**INVESTMENT  
MANAGERS**

**redefining / investment solutions**

## Inhalt

<u>2015, das Jahr der geldpolitischen Divergenz</u>	3
<u>Deflation oder Aufschwung – die Preisfrage nach dem Ölpreisrutsch</u>	..... Fehler! Textmarke nicht definiert.
<u>Prognosen im Überblick</u>	7
<u>2015: Höhere Volatilität und niedrigere Renditen</u>	8
<u>Empfohlene Asset-Allokation</u>	12

## 2015, das Jahr der geldpolitischen Divergenz

von Eric Chaney

Anders als 2013 war 2014 kein wirklich gutes Jahr für Investoren. Einmal mehr hat sich gezeigt, wie wichtig Diversifikation ist; schließlich lagen alle Assetklassen mit Ausnahme von Rohstoffen im Plus.<sup>1</sup> Vor einem Jahr hatten wir vermutet, dass eine von den USA und China ausgehende stärkere Erholung der Weltwirtschaft gut für Aktien und schlecht für Anleihen sei. Die USA und China sind tatsächlich ordentlich gewachsen, doch mit 3,3% blieb die Weltwirtschaft hinter unseren Wachstumserwartungen von 3,7% zurück – denn der Euroraum und Japan waren schwach. Im Euroraum befürchtete man ernsthaft eine Deflation und prägte den Begriff „Lowflation“. Aber nicht nur das sorgte für fallende Anleiherrenditen. Trotz der stabilen US-Konjunktur fand die These von der „dauerhaften Stagnation“ immer mehr Anhänger. Im neuen Jahr werden vor allem drei Dinge für Veränderungen sorgen:

- Erstens: Die USA werden sich dem Vollbeschäftigungsziel so weit nähern, dass die Fed ihre Geldpolitik vermutlich ab Jahresmitte normalisiert. Dies ist keine große Überraschung, wird aber dennoch Auswirkungen auf alle Märkte haben, die von der Notenbankliquidität profitiert haben. Höhere Volatilität, bislang die Ausnahme, wird zur Regel. Denn mit dem Ende des Quantitative Easing fällt ein wichtiger Stabilisierungsfaktor weg.
- Zweitens: Die Kombination aus anhaltend niedriger Inflation (wenn nicht gar Deflation), schwachem Wachstum und immer weiter steigenden Schulden wird die EZB zu einer schnelleren und vielleicht auch stärkeren Bilanzausweitung zwingen als zunächst angekündigt. Die Notenbank wird dabei auf Pragmatismus und neue Ideen setzen. Staatsanleihekäufe sind kein Tabu mehr.
- Drittens: Der dramatische Ölpreisverfall (mit einem Rückgang des Durchschnittspreises eines Barrels Brent von 100 US-Dollar im alten auf voraussichtlich 70 US-Dollar im neuen Jahr) wird die Weltwirtschaft antreiben, denn der Einkommenstransfer von Ölförderern zu Ölverbrauchern bedeutet zusätzliche Nachfrage. Durch das billigere Öl wird aber auch die Deflation ein Thema bleiben. Möglicherweise wird die Zinsnormalisierung in einigen Ländern verschoben.

Da sich unsere Wachstumsprognose für 2014 als zu optimistisch erwiesen hat, sind wir jetzt vorsichtiger. Wir rechnen damit, dass die Weltwirtschaft im neuen Jahr um 3,4% zulegt. Allerdings dürfte der 30-prozentige Rohölpreisverfall für einen zusätzlichen Viertel Prozentpunkt Wachstum sorgen, falls er nachhaltig ist. Das zwar nicht überragende, aber doch ordentliche Wachstum der Unternehmensumsätze dürfte die Aktienmärkte weltweit stützen, ebenso wie den High-Yield-Markt. Alles in allem dürfte auch die Geldpolitik günstig für risikobehaftete Wertpapiere bleiben.

Aufgrund der großen geldpolitischen Divergenz zwischen den USA und Großbritannien einerseits und dem Euroraum und Japan andererseits werden sich die Staatsanleiherenditen vermutlich auseinanderentwickeln. Für die USA und Großbritannien erwarten wir einen Anstieg; für amerikanische Treasurys halten wir 3,0% für einen plausiblen Zielwert. Im Euroraum und in Japan sind höhere Renditen hingegen unwahrscheinlich. Hier gilt die alte Börsenregel, dass man es nicht mit den Notenbanken aufnehmen sollte – weil sie viel mehr Geld haben als jeder Investor. Divergenz ist auch das Motto am Währungsmarkt: Yen und Euro dürften gegenüber dem US-Dollar weiter abwerten, auf 125 bzw. 1,20.

Wie immer gibt es auch Risiken. Es ist schon paradox, dass vor allem Deflationsangst für Unsicherheit sorgt. Wenn jedes Land versucht, seine Deflation wie Japan zu exportieren, könnte es zu einer Art geldpolitischem Wettbewerb mit einem höheren Risiko von Preisblasen führen. Nichts aber wird im neuen Jahr wichtiger sein als die Frage, ob die Fed ihre Nullzinspolitik tatsächlich beendet.

<sup>1</sup> 2014 ist der MSCI Index (Total Return) um 7,0% gestiegen, mit US-Aktien an der Spitze (13,9%). US-Staatsanleihen haben 5,5% zugelegt, Euroraum-Staatsanleihen 12,1%, Investmentgrade-Unternehmensanleihen 7,1% in den USA und 7,6% in der EU. Lediglich Rohstoffe haben an Wert verloren. (Stand 4. Dezember 2014)

## Deflation oder Aufschwung – die Preisfrage nach dem Ölpreisrutsch

von Maxime Alimi, Manolis Davradakis, David Page und Franz Wenzel

### Stabiles Weltwirtschaftswachstum

Die Ereignisse im 2. Halbjahr 2014 bleiben nicht ohne Folgen für 2015. Die Sanktionen gegen Russland, die Mehrwertsteuererhöhung in Japan und die Korrektur am chinesischen Immobilienmarkt haben die Weltwirtschaft belastet.

Wir erwarten 2015 eine leichte Konjunkturverbesserung. Mit 3,4% liegt unsere Jahresprognose für das Weltwirtschaftswachstum auf ähnlichem Niveau wie vor einem Jahr. Mehr Beschäftigung und – in einigen Regionen – höhere Löhne dürften die Nachfrage stärker steigen lassen. Zudem verspricht der Ölpreisrückgang von 40% seit Juli einen zusätzlichen Wachstumsschub (Abbildung 1). Er wird jedoch von Land zu Land unterschiedlich ausfallen, je nachdem, ob es sich um einen Ölverbraucher oder einen Ölförderer handelt, und ob das Land Öl besteuert oder subventioniert. **Dank des Ölpreisrückgangs ist unsere Jahresprognose 2015 mir mehr Aufwärts- als Abwärtsrisiken behaftet, was unsere Zuversicht für die Weltkonjunktur bestärkt.**

Verglichen mit dem Wachstum dürfte die Inflation weltweit einheitlicher auf den Ölpreisverfall reagieren – und zwar kurzfristig negativ. Die Reaktion der Notenbanken wird aber von den lokalen Bedingungen abhängen. In Volkswirtschaften mit stabilem Aufschwung werden die Währungshüter den mittelfristigen Inflationsdruck durch steigende Löhne höher bewerten als die kurzfristige Niedriginflation – und dementsprechend 2015 allmählich die Geldpolitik straffen. In Regionen mit schwächerem Wachstum und größerer Produktionslücke belastet die aktuelle Niedriginflation die mittelfristigen Inflationserwartungen. Die Notenbanken dürfen daher ihre expansive Politik fortsetzen oder sogar verstärken.

### Solidere Erholung in den USA und Großbritannien

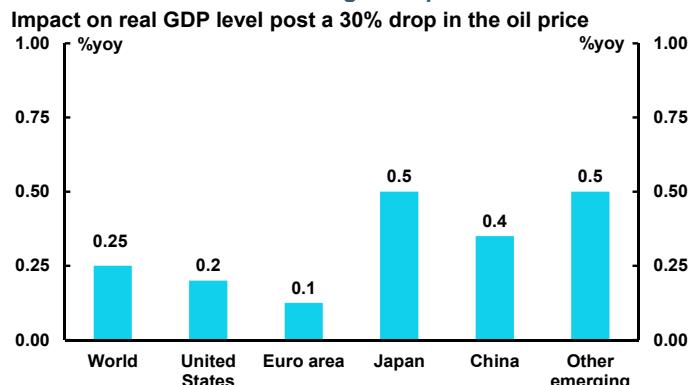
Isoliert betrachtet dürfte der Ölpreisverfall vor allem den USA, die raffinierte Ölprodukte kaum besteuern, einen kräftigen Konjunkturschub geben. Doch dem niedrigen Ölpreis stehen schwächere Aussichten für die Weltwirtschaft gegenüber. Zudem dürfte die geldpolitische Divergenz dem US-Dollar Auftrieb geben. Beides wird die US-Wirtschaft belasten.

Insgesamt sind wir für die USA dennoch optimistisch. In vier der fünf letzten Quartale wuchs die Wirtschaft um mehr als 3% p.a. Nur im 1. Quartal 2014 brach sie infolge einer Kältewelle ein. Wenn sie von so etwas verschont bleibt, dürfte die US-Wirtschaft im neuen Jahr 2,8% zulegen. Das läge über dem Trend und wäre das stärkste Wachstum in den letzten zehn Jahren.

**Wir schätzen die Aussichten der USA zunehmend optimistisch ein.** Denn das für 2015 erwartete Wachstum kommt überwiegend aus dem Inland. Das billigere Benzin und die niedrigere Inflation bescheren den Haushalten real ein höheres verfügbares Einkommen. Dank höherer Lohnzuwächse wird auch ihr Nominaleinkommen steigen. Die Unternehmen dürften auch von den niedrigeren Energie- und Importpreisen profitieren, was die Investitionen außerhalb des Wohnungsbaus stützen wird. Kurzfristig dürften 2015 die Investitionen im Öl- und Gassektor allerdings nachlassen. Aufgrund ihres zehnprozentigen Anteils an den Investitionen außerhalb des Wohnungsbaus ist das ungünstig für die Investitionskonjunktur.

Abbildung 1

#### Mehr Wachstum durch niedrigere Ölpreise



Quellen: IMF World Economic Outlook (October 2014), Datastream und AXA IM Research

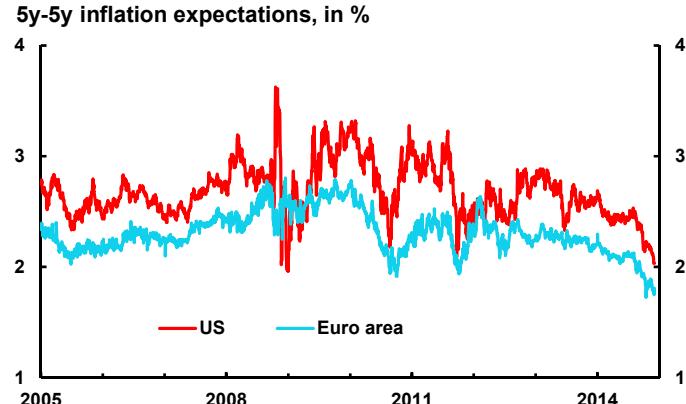
**Höhere Lohnzuwächse dürften auch die Lohnstückkosten stärker steigen lassen und damit mittelfristig für Inflationsdruck sorgen.** Die zuletzt rückläufigen mittelfristigen Inflationserwartungen werden daher vermutlich wieder steigen (**Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden.**), und die Fed wird deswegen trotz niedriger Inflationserwartungen die Geldpolitik langsam straffen. Erste Schritte erwarten wir Mitte 2015, eine Verschiebung erscheint aber möglich.

**Auch die britische Wirtschaft dürfte 2015 ihr Trendwachstum übertreffen. Wir rechnen mit 2,5% Plus, etwas weniger als die für 2014 prognostizierten 3,0%.** Unsere etwas vorsichtige Einschätzung beruht auf den bescheideneren Aussichten für die Weltwirtschaft (insbesondere den Euroraum) – eine Folge politischer Unsicherheiten, schwächeren Investitionswachstums und des wegen höherer Zinserwartungen und strengerer Hypothekenbestimmungen nachlassenden Immobilienmarkts. Zudem dürfte die Fiskalpolitik ab 2015/2016 noch restriktiver werden.

**Die rückläufigen Kapazitätsüberschüsse und die steigenden Lohnstückkosten dürften die Bank of England**

im 2. Halbjahr 2015 zu Zinserhöhungen bewegen (sofern die Produktivität nicht wieder steigt), auch wenn die Gesamtinflation unter ihrem 2%-Ziel bleibt.

Abbildung 2  
Rückläufige mittelfristige Inflationserwartungen



### Ist der Euroraum über den Berg?

Im Euroraum ist die Stimmung 2014 umgeschlagen. Trotz eines weiteren Genesungsjahres **ist das Vertrauen in das Ende der Krise heute nicht höher als im Dezember 2013**. Wir bleiben jedoch bei unserer Einschätzung: Die Wirtschaft wächst langsam, aber ziemlich stabil. Weder eine Beschleunigung noch eine Rezession sind wahrscheinlich.

**Wir halten an dieser Einschätzung für 2015 fest und erwarten ein gegenüber 2014 wenig verändertes reales BIP-Wachstum** von rund 1%. Schwankungen von Quartal zu Quartal sind nicht auszuschließen, zumal sich die Investitionen auf niedrigem Niveau erratisch entwickeln können. Da jedoch der Konsum entscheidend sein dürfte, rechnen wir mit einem relativ stabilen Wachstum. **Die Divergenzen innerhalb des Euroraums werden ein wichtiges Thema bleiben**. Unserer Einschätzung nach werden Deutschland und Spanien mit 1,5% erneut vorn liegen. Während Frankreich und Italien zurückbleiben, dürften kleine Peripherieländer wie Irland ebenfalls kräftig expandieren.

Die Gesamtinflation ist in diesem Jahr stark zurückgegangen, während die Kerninflation in etwa gleich blieb. Sie dürfte auch 2015 über weite Strecken knapp unter 1% verharren. Nach unseren Prognosen werden sich Gesamt- und Kerninflation 2015 annähern. Größter Unsicherheitsfaktor sind die aus der Kerninflation ausgeklammerten volatilen Komponenten, insbesondere die Energiepreise. Weitere starke Veränderungen dieser Preise würden sicherlich auf die Verbraucherpreise durchschlagen.

Nichts hat 2014 die Märkte so stark bewegt wie die Spekulationen über die EZB-Politik. 2015 wird es möglicherweise nicht anders sein. **Die EZB will im 1. Quartal entscheiden, ob und wie sie ihre Wertpapierkäufe ausweitet**. Trotz seines breiten Spektrums an Alternativen diskutiert der EZB-Rat immer offener über Staatsanleihekäufe. **Angesichts der politischen und rechtlichen Hindernisse dürfte er sich**

aber eher auf Wertpapiere privater Emittenten konzentrieren. Erste Wahl sind Investmentgrade-Anleihen. Nicht auszuschließen sind aber auch eine Reihe anderer Assets wie Anleihen supranationaler Organisationen, High Yield, Aktien und Bank Loans.

### Japan: auf dem Weg der Besserung

In Japan hat die Mehrwertsteuererhöhung im April 2014 eine Rezession im 2. und 3. Quartal ausgelöst. Im 4. Quartal hat sich ersten Daten zufolge sowohl die Industrieconjunktur als auch der Konsum erholt. **2015 dürfte sich das moderate, eher von den Unternehmensinvestitionen als vom Konsum getragene Wachstum fortsetzen**. Die Unternehmen haben von der Yen-Abwertung profitiert und könnten im neuen Jahr durch Unternehmenssteuersenkungen zusätzlich Rückenwind erhalten. Die rekordhohe Rentabilität der Unternehmen und Governance-Reformen sprechen für einen starken Anstieg der Unternehmensinvestitionen. Zusätzliche Impulse könnte der Bausektor liefern. Der starke Arbeitsmarkt hat dagegen kaum noch Aufwärtspotenzial, und Lohnerhöhungen unterhalb der Inflation haben das Realeinkommen der Verbraucher geschränkt. **Nach unserer Prognose dürfte Japan 2015 mit rund 1% BIP-Wachstum sein Potenzialwachstum leicht übertreffen**.

Ende Oktober hat die **Bank of Japan** (BoJ) ihre Wertpapierkäufe noch überraschend verstärkt. **2015 dürfte sie dagegen eine abwartende Haltung einnehmen** (und die Geldbasis wie bisher um 80 Billionen Yen pro Jahr ausweiten), obwohl die Inflation auf 1,3% zurückgehen dürfte. Offenbar hat die expansive, währungsschwächende Geldpolitik der BoJ ihre Grenzen erreicht. Kleine Unternehmen und Nettoimporteure beklagen sich bereits über möglicherweise weiter steigende Importpreise. Zudem könnten Japans Nachbarn auf weitere Lockerungsmaßnahmen der BoJ mit nicht kooperativen Strategien antworten. Die BoJ hat signalisiert, nun die zwei anderen „Pfeile“ der Abenomics aus dem Köcher zu ziehen.

Falls die Wirtschaft nicht einknickt und sich die BoJ nicht bewegt, **könnte 2015 das Jahr der Strukturreformen werden**. Nach seinem Wahlsieg hat Premierminister Abe jetzt einen klaren Wählerauftrag für die in vielen Bereichen überfälligen Reformen.

### China: Weniger Wachstum, aber mehr Ausgewogenheit

Auch für China war 2014 ein schwieriges Jahr. Das Wachstum wird wohl nur noch gut 7% betragen und damit so niedrig sein wie seit 1990 nicht mehr. Die Gründe sind ein niedrigeres Potenzialwachstum, eine starke Immobilienmarktkorrektur, ein geringeres Kreditwachstum und Überkapazitäten in der Industrie. Die hohen Realzinsen und das schwache Wirtschaftswachstum haben die Verschuldung auf hohem Niveau gehalten und Sorgen wegen zunehmender Problemkredite ausgelöst.

**Dennoch ist die chinesische Wirtschaft offenbar auf dem Weg zu mehr Ausgewogenheit. Das Wachstum wird immer mehr vom Konsum getragen.** Die zunehmende Urbanisierung dürfte dies verstärken und könnte außerdem das Wohnungsüberangebot schrumpfen lassen. Die Korrektur am Wohnimmobilienmarkt belastet zwar das Wachstum, ist aber für eine Reallokation der volkswirtschaftlichen Ressourcen notwendig. Auch die Struktur des Finanzsystems ist besser geworden. Dank einer strengeren Regulierung und höheren Risikoaversion ist der Schattenbankensektor geschrumpft. Die vor kurzem angekündigte Fiskalreform hat die Entschlossenheit des Landes gezeigt, seinen Haushalt zu sanieren. Die Reform der Staatsbetriebe mit dem Ziel, den Wettbewerb zu stärken und die Einmischung der Regierung zu verringern, dürfte Rentabilität und Effizienz der Unternehmen erhöhen.

Richtig umgesetzt **dürften diese Reformen das langfristige Wachstum in China stützen.** Nächstes Jahr bringen jedoch die Immobilienmarktkorrektur, der Schuldenabbau und die industriellen Überkapazitäten erhebliche Abwärtsrisiken mit sich, die mit den jüngsten geldpolitischen Maßnahmen verringert werden sollen. **Wir prognostizieren für nächstes Jahr einen Wachstumsrückgang auf knapp 7%.**

## Auch die Emerging Markets sind nicht alle gleich

Die schwache Auslandsnachfrage und der sich abzeichnende Schuldenabbau werden 2015 das Wachstum der Emerging Markets beeinträchtigen. Wir rechnen mit 4,3%, während wir für dieses Jahr ein Plus von 4,2% erwarteten. Der Anstieg beruht im Wesentlichen auf einer leichten Belebung des Welthandels.

**Der Rückgang der Rohstoffpreise, insbesondere des Ölpreises, wird sich auf die einzelnen Emerging Markets unterschiedlich auswirken. Die schwache Weltkonjunktur dämpft die Nachfrage, was die Terms-of-Trade der Rohstoffexporteure verschlechtert.** Ihre binnen- und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte nehmen zu, das Wachstum geht zurück. **Umgekehrt dürften Industriegüterexporteure, die einen großen Teil der asiatischen Emerging Markets ausmachen, durch den Rohstoffpreisverfall einen Wachstumsschub erhalten.** Die niedri-

geren Rohstoffpreise verbessern auch den Inflationsausblick von Ländern wie Brasilien, Indien, Indonesien und der Türkei, die aufgrund von Angebotsengpässen unter chronischer Inflation leiden. Die niedrigen Energiepreise haben einige Emerging Markets bereits bewogen, Brennstoffsubventionen zu senken und Strukturreformen voranzutreiben, um dem entgegenzuwirken.

Auch der Schuldenabbau könnte 2015 den Konsum und das Wirtschaftswachstum in den Emerging Markets dämpfen. Die Verschuldung könnte auch den Handlungsspielraum der Notenbanken einengen. Die Notenbanken der am stärksten verschuldeten Länder könnten von Zinssenkungen zur Wachstumsförderung Abstand nehmen, um die Kreditaufnahme nicht wieder anzuheizen. Von Zinserhöhungen zur Währungsstützung werden sie im Vorfeld der erwarteten Zinswende in den USA aber wohl verzichten, um keinen überstürzten Schuldenabbau auszulösen.

## Risiken

- Negative Rückwirkungen der Finanzmarktvoltatilität auf die Realwirtschaft
- Politische Instabilität im Euroraum wegen:
  - o Haushaltsschieflagen
  - o Wahlerfolgen von Extremisten, etwa bei einer möglichen Wahl in Griechenland
- Platzen der Immobilien- und Kreditblase in China
- Mangelhafte Ausstiegsstrategien der großen Notenbanken
- Wiederaufflammen der Konfrontation in der Ostukraine
- Instabilität im Nahen Osten, Terroranschläge weltweit
- Deflation in Europa, die auf andere Regionen übergreift
- Ausbreitung von Ebola in den Industrieländern mit verheerenderen Folgen, als SARS in Asien hatte

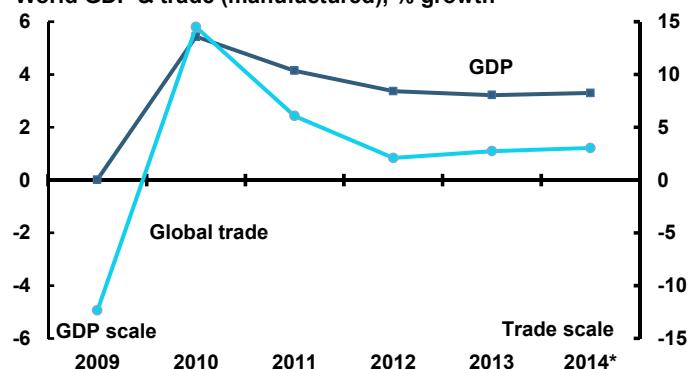
## Prognosen im Überblick

12 December 2014	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*	2016*
<b>Growth</b>								
World GDP (PPP)	0.0	5.4	4.1	3.4	3.2	3.3	3.4	3.4
World GDP (market FX rate)	-2.0	4.1	2.9	2.4	2.8	2.9	3.0	3.0
USA	-2.8	2.5	1.6	2.3	1.8	2.3	2.8	2.7
Euro area	-4.5	2.0	1.7	-0.7	-0.4	1.1	0.9	1.2
UK	-4.3	1.9	1.6	0.7	1.4	3.0	2.5	2.4
Japan	-5.5	4.7	-0.4	1.5	1.8	0.5	0.9	1.2
China	9.2	10.4	9.3	7.7	7.7	7.2	6.9	6.8
Rest of Asia	5.0	8.3	5.5	5.2	5.0	5.0	5.2	5.0
RoW	-1.2	5.5	4.6	3.4	3.2	3.0	3.0	3.0
<b>Global trade</b>								
Manufactures goods	-12.3	14.5	6.1	2.1	2.7	3.0	3.8	3.7
<b>Inflation</b>								
US	-0.3	1.6	3.1	2.1	1.5	1.7	1.5	1.8
Euro area	0.3	1.6	2.7	2.5	1.4	0.5	0.7	1.4
UK	2.2	3.3	4.5	2.8	2.6	1.5	1.1	1.4
Japan	-1.1	-0.7	-0.4	-0.5	0.0	2.7	0.9	1.5
<b>Crude oil (Brent), US\$/bbl</b>	61.7	79.9	111.6	112.0	108.9	100.2	70.1	75.1
<b>Interest rates, FX (end of period)</b>								
<b>US</b>								
Fed funds (actual / target)	0.20	0.20	0.15	0.17	0.09	0.10	0.60	1.50
10Y Treasuries yield	3.84	3.31	1.88	1.80	3.01	2.5	3.00	3.36
<b>Euro area</b>								
EONIA	0.39	1.00	0.63	0.13	0.17	-0.05	-0.05	-0.05
10Y Bund yield	3.38	2.89	1.83	1.43	1.94	0.8	1.03	1.31
€1 = ...US\$	1.46	1.34	1.33	1.33	1.38	1.3	1.20	1.21
<b>Japan</b>								
Overnight call rate	0.11	0.00	0.10	0.09	0.10	0.05	0.05	0.05
10Y JGB	1.28	1.12	0.99	0.79	0.74	0.5	0.72	0.95
US\$1 = ... JPY	87	85	78	76	105	120	125	121
€1= ... JPY	127	114	104	115	145	150	150	146
<b>UK</b>								
BoE base rate	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	1.5
10Y gilt	4.11	3.51	1.98	1.96	3.03	2.1	2.71	3.11
€1= ... GBP	0.89	0.85	0.86	0.81	0.83	0.78	0.75	0.76

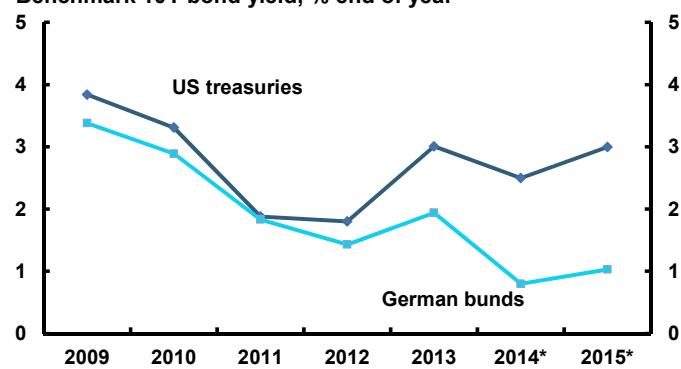
Sources: IMF, Datastream, AXA IM Research

\*AXA IM forecasts

### World GDP & trade (manufactured), % growth



### Benchmark 10Y bond yield, % end of year



These projections are not necessarily a reliable indicator of future results.

## 2015: Höhere Volatilität und niedrigere Renditen

von Mathieu L'Hoir, Ombretta Signori, Gregory Venizelos und Franz Wenzel

Die Zentralbanken waren 2014 die Stars. Dank der großzügigen Liquidität haben alle wichtigen Assetklassen mit Ausnahme von Rohstoffen zugelegt. Dennoch war 2014 kein einfaches Jahr. Die starke Aktienmarktkorrektur im Oktober hat uns wieder gezeigt, dass die Volatilität nur vorübergehend verschwunden ist.<sup>2</sup> 2015 wird sie höchstwahrscheinlich aus ihrem Tiefschlaf erwachen, da die Geldpolitik auseinanderdriftet und ein aktiveres Assetmanagement erfordert.

### Asset-Allokation: Vorteile bei Aktien

2015, im siebten Jahr nach der Finanzkrise, sind für Investoren zwei Fragen relevant: In welcher Konjunkturphase befinden wir uns und werden statt Liquidität jetzt höhere Gewinne die Märkte stützen? Und es gibt zwei Hindernisse: die Äußerungen der Fed, die die Märkte auf Zinserhöhungen einstimmten, und steigende Volatilität.

Die Aktienkurse haben weltweit neue Höchststände erreicht. Daher drängt sich die Frage auf, ob sich jetzt Chancen für risikobehaftete Wertpapiere eröffnen. Unserer Ansicht nach ist die Antwort ein Ja. Konjunkturindikatoren wie der OECD-Frühindikator haben ihren langfristigen Trend wiederaufgenommen. Wichtiger ist aber, dass die Lohnstückkosten immer noch deutlich unter dem Trend liegen, weil weltweit nur wenig investiert wurde, der Zinsdeckungsgrad hoch ist und der Übernahmeboom erst begonnen hat, auch wenn schon große Transaktionen durchgeführt wurden (Halliburton/Baker Hughes). Daher glauben wir, dass wir uns noch am Anfang des Konjunkturzyklus befinden.

Langläufer und erst recht inflationsindexierte Anleihen deuten auf ein weiterhin gedämpftes Wachstum hin, und die Inflationserwartungen können zu sehr niedrigen oder sogar negativen Laufzeitprämien von US-Treasurys und Bundesanleihen führen. Wir halten diese impliziten Erwartungen aber für zu pessimistisch. Ein wichtiger Wachstumsträger – die US-Verbraucher – haben Schulden abgebaut, die Beschäftigung wächst kontinuierlich, und auch die Löhne dürften steigen. China wächst weiter um 7% jährlich, Japan setzt auf Abenomics, aber der Schwachpunkt ist der Euroraum. Positive Impulse gehen von den niedrigeren Rohstoffpreisen aus. Nach IWF-Schätzungen führt ein 30-prozentiger Ölpreisrückgang im folgenden Jahr zu 0,3 Prozentpunkten zusätzlichem Weltwirtschaftswachstum.

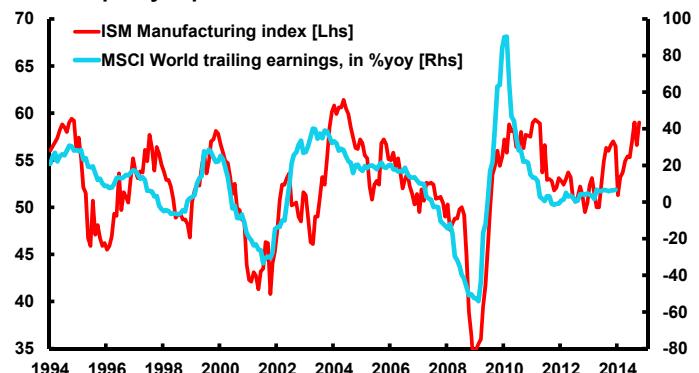
Wir gehen davon aus, dass die Fed den Leitzins ab dem zweiten Halbjahr erhöht. Ende 2015 dürften er bei 0,6% liegen. Auch wenn dies unter den Erwartungen der Fed selbst liegt, ist es mehr, als die Konsensschätzung. Anleiheinvestoren müssen sich wohl auf steigende Renditen einstellen.

len, unsere Prognose liegt bei 3%. Daher raten wir bei Staatsanleihen zur Vorsicht, vor allem bei US-Treasurys.

**Wir rechnen mit einer höheren Volatilität**, da die Fed aus ihrer Niedrigzinspolitik aussteigt, aber wohl deutlich machen wird, dass dies dauern kann. Dies dürfte die letzte Variante der Forward Guidance sein, die die Unsicherheit über die Kurzfristzinsen erheblich gesenkt hat. Die Nachfrage langfristiger Anleger wie Zentralbanken, Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften nach US-Staatsanleihen wird voraussichtlich nicht so schnell zurückgehen. Sie halten zusammen fast 80% der umlaufenden Titel. Diese langfristigen Investoren sind nicht sehr kurssensitiv und neigen nicht zu häufigen Portfolioumschichtungen, was das Durationsrisiko verringert. Wir gehen daher von einer nur langsam steigenden Volatilität aus.

Das Gewinnwachstum (ca. 7% im Vorjahresvergleich, MSCI World) entspricht den Erwartungen. Doch wie immer steckt der Teufel im Detail. In Europa stagnierten die Gewinne bestenfalls, während sie in Japan aufgrund des schwächeren Yen sprudelten. Wie erwähnt gehen wir von einer weiterhin robusten Weltkonjunktur mit einem nominalen BIP-Wachstum von ca. 5% aus. Wenn die Margen in diesem Umfeld (vor allem in Europa) nur leicht steigen, ließe das für 2015 ein Gewinnwachstum um 5-10% erwarten, wenn die Vergangenheit ein Maßstab ist (Abbildung 3).

Abbildung 3  
Konjunkturindikatoren sprechen für Gewinnwachstum  
Volume proxy & profits



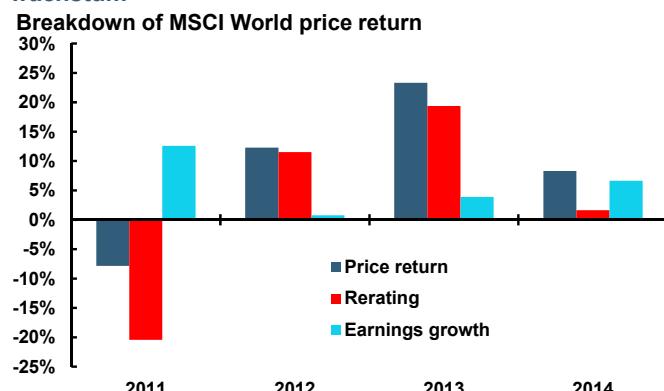
Quellen: Datastream und AXA IM Research

Zwar ist ein Großteil der höheren Gewinnerwartungen bereits im Kurs-Gewinn-Verhältnis von ca. 18 (auf Basis der veröffentlichten Gewinne) berücksichtigt, was uns etwas zu hoch erscheint. Wirklich übertrieben sind die Bewertungen aber nicht. Seit Auflegung des MSCI World betrug das KGV in 40% der Zeit mindestens 18. Gemessen an den Anleiherenditen gibt es an den Aktienmärkten keine Anzeichen für Übertreibungen. Daher halten wir den Zeitpunkt für einen Übergang von liquiditäts- zu wachstumsgetriebenen

<sup>2</sup> Vgl. Argou, P., L'Hoir, M. und Signori, O., „[Higher volatility is here to stay](#)“, AXA IM Research, 23. Oktober 2014.

**Märkten für gekommen.** Abbildung 4 zeigt, wie sehr die Märkte in den letzten Jahren allein aufgrund höherer Bewertungen gestiegen sind. Die Erfahrung sagt uns aber, dass sie ohne Gewinnwachstum am Ende drastisch zurückgehen.

**Abbildung 4**  
**Höhere Bewertungen trieben die Märkte, nicht das Gewinnwachstum**



Quellen: Datastream und AXA IM Research

## Anleihen: Wachsende Unterschiede

Umfangreiche Treasury-Käufe der Fed und anderer nicht preissensitiver Investoren haben die Laufzeitprämien zurückgehen lassen. Nach dem Ende des Quantitative Easing der Fed ist davon auszugehen, dass sich die US-Laufzeitprämien allmählich wieder normalisieren, vor allem wenn die ersten Zinserhöhungen bevorstehen. Die Treasury-Positionen der nicht preissensitiven Investoren werden den Markt aber weiterhin stark beeinflussen. Auch wird die Bilanz der Fed bis 2016 nicht schrumpfen, da 2015 für 5 Mrd. US-Dollar Anleihen fällig werden. Die erste Zinserhöhung kann sich aber aufgrund des stärkeren Dollars und niedrigerer Ölpreise verzögern. Daher rechnen wir mit einem leichten Anstieg der langfristigen Treasury-Renditen auf 3% und **schätzen US-Staatsanleihen zurückhaltend ein**.

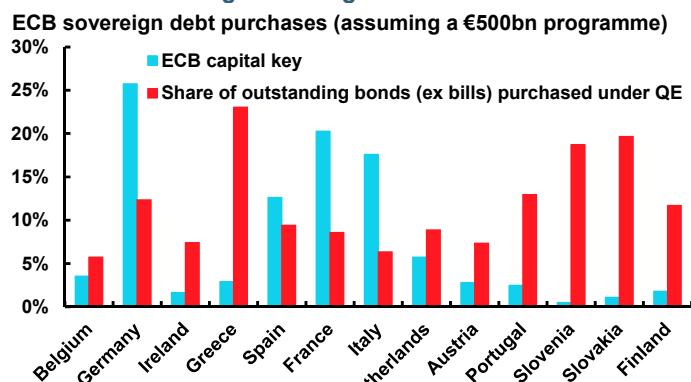
Etwa zum Zeitpunkt der ersten Zinserhöhungen **erwarten wir eine erste Verflachung der US-Zinstrukturkurve**.

Da in den nächsten Jahren im Euroraum von einem geringen Wachstum, niedriger Inflation und Leitzinsen von 0% auszugehen ist, **dürften die Renditen niedrig bleiben**. Aufgrund technischer und aufsichtsrechtlicher Faktoren wie Solvency II dürfte die Niedrigzinsphase anhalten. Daher haben europäische Pensionsfonds und Versicherungen ihre Bestände an Euro-denominierten Langfristanleihen seit 2008 um 60% von etwa 2 auf 3,2 Bio. Euro aufgestockt. Zudem wurden diese Papiere in den letzten zehn Jahren auch verstärkt von ausländischen Zentralbanken nachgefragt, um ihre Fremdwährungsreserven zu diversifizieren. Die Bestände belaufen sich inzwischen auf ein Viertel der ausstehenden Papiere. Dies untermauert unsere Einschätzung, dass die kerneuropäischen Renditen niedrig bleiben. Wir erwarten nur einen leichten Anstieg um ca. einen Prozentpunkt bis

Ende 2015 und **empfehlen weiterhin eine neutrale Gewichtung**.

Sollte die EZB Staatsanleihen kaufen, was immer wahrscheinlicher wird, könnte sie 2015 zum wichtigsten Akteur am Markt werden. Abbildung 5 zeigt die Kapitalzeichnungsschlüssel der EZB und die Auswirkungen der Käufe auf die umlaufenden Anleihen der einzelnen Länder. Kleinere Länder dürften stärker profitieren als größere: Die relativen Verlierer wären Italien und Belgien, die relativen Gewinner Portugal, Finnland und Slowenien. Neben diesen direkten Effekten dürften auch das Streben nach Rendite und ein weiterer Rückgang der Länderrisikoprämien den Peripherieländern zugutekommen. Daher empfehlen wir weiterhin **eine Übergewichtung der Peripherieländer gegenüber den Kernländern**.

**Abbildung 5**  
**Quantitative Easing der EZB gut für kleinere Länder**



Quellen: ECB und AXA IM Research

Die zunehmende Deflationsangst ist negativ für europäische und amerikanische inflationsindexierte Anleihen. Wir rechnen mit einer weiterhin stabilen Inflation in den USA, auch wenn das Risiko eines Inflationsanstiegs aufgrund des anziehenden Arbeitsmarktes und des damit verbundenen Lohndrucks leicht steigen dürfte. Im Euroraum ergibt sich ein anderes Bild. Die Inflation wird 2015 meist unter 0,5% bleiben und sich erst gegen Jahresende der 1%-Marke nähern. Trotz der niedrigen Inflation schließen wir eine längere Deflation aus und **behalten unsere Übergewichtung inflationsindexierter gegenüber klassischen Anleihen bei**. Hierbei bevorzugen wir die USA. Die Jagd nach Renditen bestimmt den Linker-Markt ebenfalls maßgeblich, besonders dann, wenn positive Realrenditen nur mit spanischen und italienischen Titeln zu erzielen sind.

## Unternehmensanleihen 2015: Renditestreben

Geringes Wachstum und Inflationsrückgang, aber auch die sehr engen Spreads und ultraniedrigen Renditen bestimmen auch im neuen Jahr den Unternehmensanleihemarkt. Aufgrund der unsicheren gesamtwirtschaftlichen Lage dürften die Zentralbanken wachsam bleiben. Die expansive Geldpolitik der EZB und der BoJ sollte die schrittweise Straffung der

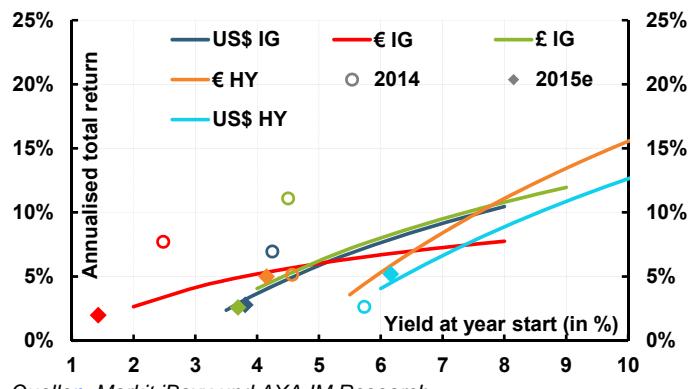
Geldpolitik in den USA und Großbritannien mehr als ausgleichen, was gut für Bewertungen und Markttechnik ist. Die niedrigen Zinsen lassen aber kaum Spielraum für Fehlentscheidungen, zumal die Märkte recht illiquide sind.

Angebot und Nachfrage dürften Euro-denominierten Unternehmensanleihen zugutekommen, auch wenn die Netto-Emissionen nur moderat steigen. Die Aussicht auf Unternehmensanleihekäufe der EZB und ausländischer Investoren, z.B. des staatlichen japanischen Pensionsfonds, wird die Nachfrage nach kerneuropäischen Investmentgrade-Unternehmensanleihen vermutlich ankurbeln. Es dürften zunehmend Anleihen zur Akquisitionsfinanzierung begeben werden, in US-Dollar, Sterling und Euro. Höhere Gewinne dürften den Anstieg der Verschuldungsgrade aber in Schach halten. Der Ölpreisrückgang und die weltpolitischen Risiken sollten zwar nicht unterschätzt werden, dürften 2015 aber nicht zu größeren Turbulenzen bei Unternehmensanleihen führen.

Insgesamt erwarten wir ein Jahr mit moderaten Erträgen. Abbildung 6 zeigt unsere Ertragserwartungen für verschiedene Währungen und Kreditqualitäten, verglichen mit der Entwicklung seit 2000<sup>3</sup> und den außergewöhnlichen Erträgen des Jahres 2014, als sich eine hohe Duration besonders auszahlte. Wir gehen davon aus, dass Investmentgrade-Anleihen Erträge von 2-3% und High-Yield-Anleihen Erträge von 5-6% erzielen; entscheidend werden dabei die Coupons sein.

Abbildung 6  
Niedrige Unternehmensanleiherenditen 2015

Expected total returns



Quellen: Markit iBoxx und AXA IM Research

## Aktien: Asien ist angesagt

Am **US-Markt ist die Lage klar**: US-Aktien sind die teuersten der Welt, und die Gewinne liegen bereits jetzt klar über dem Durchschnitt. Da sowohl Bewertungen<sup>4</sup> als auch Gewinnen tendenziell zu ihrem Mittelwert zurückkehren, dürfte beides nicht von Dauer sein. Ein weiterer Bewertungsanstieg ist sehr unwahrscheinlich, da sich die Geldpolitik wie-

<sup>3</sup> Mit Ausnahme der Krisenjahre 2008/09

<sup>4</sup> Auch wenn die Risikoprämie weiterhin zu hoch ist.

der normalisiert, die Löhne entsprechend der Produktivität steigen (oder stärker) und die Investitionen zunehmen. Gewinnwachstum und vor allem Umsatzsteigerungen dürften die Aktienmärkte treiben. Erfreulich ist, dass die US-Wirtschaft in den nächsten Quartalen vermutlich überdurchschnittlich wächst und damit das Umsatzwachstum vorantreibt, trotz des starken Dollars und rückläufiger Gewinne im Energiesektor. Insgesamt halten wir bei US-Aktien 5-10% Ertrag für realistisch und empfehlen für 2015 eine **neutrale Positionierung**.

Steigende weltpolitischen Risiken, Konjunktursorgen und ein stärkerer Euro waren ungünstig für **Euroraumaktien**. Die wirtschaftliche Unsicherheit im Euroraum dürfte wohl kaum über Nacht verschwinden. Mehrere Gründe sprechen aber für Optimismus. Erstens wird die EZB „alles Notwendige tun“, um ihre Bilanz auszuweiten und damit niedrige Zinsen und eine niedrige Schuldendienstquote zu „garantieren“. Zweitens akzeptieren Aktienanleger bei einem knappen Angebot höhere Bewertungen. Und schließlich kommt ein schwacher Euro den Gewinnen zugute. Den entsprechenden Effekt schätzen wir auf ca. 3 Prozentpunkte. Eine Ausnahme ist lediglich der Energie- und Rohstoffsektor, wo die niedrigen Rohstoffpreise voraussichtlich die Gewinne drücken werden. Darüber hinaus profitieren Unternehmensanleihen wahrscheinlich von einer günstigeren Kostenstruktur der Unternehmen. Wenn sich die Konjunktur nicht wesentlich verschlechtert, dürfte man mit Euroraum-Aktien mehr verdienen als mit US-Titeln. Dies würde für eine **längerfristige Übergewichtung** sprechen.

Auch wenn die langfristigen **Konjunkturaussichten in Japan** noch verhalten sind, sollten der Tokioter Börse einige Positivfaktoren zugutekommen. Die Beschleunigung des Quantitative und Qualitative Easing der BoJ wird voraussichtlich zu einem Rückgang der Realrenditen und einer Yen-Abwertung führen. Daher werden sich japanische Investoren wahrscheinlich wieder verstärkt den Aktien zuwenden. Der Beschluss des staatlichen Pensionsfonds, den Anteil japanischer Aktien von 12% auf ca. 25% zu erhöhen, weist die künftige Richtung. Wir gehen davon aus, dass andere Anleger diesem Beispiel folgen. Zudem dürfte die Entscheidung von Premierminister Shinzo Abe, die für Oktober 2015 geplante Umsatzsteuererhöhung zu verschieben, einen weiteren Konsumeinbruch verhindern. Den hauptsächlich in Japan tätigen Unternehmen wird somit noch eine Gnadenfrist gewährt. Die Bewertungen sind weiterhin niedriger als in den USA und Europa. Daher empfehlen wir eine **Übergewichtung Japans**.

Selektivität bleibt das Zauberwort für die Emerging Markets. Das hohe Ölangebot und die Entschlossenheit der chinesischen Regierung, gegen die massiven Überkapazitäten in der Wirtschaft vorzugehen, werden die Rohstoffförderer wohl weiter unter Druck setzen – besonders weil die US-Geldpolitik straffer wird. **Lateinamerika und Osteuropa (wegen Russland)** lassen keinen Mehrertrag erwarten, zumal die Wachstumsdynamik in diesen Regionen zurück-

geht. **Asien dürfte aber zu den Gewinnern zählen**, da der niedrige Ölpreis gut für die Gewinnmargen und Leistungsbilanzen energieimportierender Länder ist. Reformorientierte Regierungen in asiatischen Schwellenländern wie Indien, Indonesien und China werden den Märkten sehr nützen.

## Risiken

- Unerwartet frühe Zinserhöhungen der Fed: Sie würden die Investoren auf dem falschen Fuß erwischen, da die Markterwartungen unter den Erwartungen der Fed liegen.
- Ein Wiederaufflammen der Kreditkrise, das die Staatsanleihepreads deutlich steigen ließe
- Unkontrollierbare Währungsschwankungen
- Ein weiteres Jahr mit niedrigen Gewinnen im Euroraum
- Zunehmende Fusions- und Übernahmaktivitäten mit negativen Auswirkungen auf Unternehmensanleihen
- Turbulenzen aufgrund niedriger Gewinne im Energie- und Rohstoffsektor, die auf andere Marktsegmente übergreifen könnten, vor allem auf den Finanzsektor

## Empfohlene Asset-Allokation

### Asset-Allokation (Empfehlung)

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

Quelle: AXA IM

Aktien	kurzfristig (3-6 Monate)	mittelfristig (12-24 Monate)
USA	=	=
Europa	=	+
Großbritannien	=	-
Schweiz	-	-
Japan	+	=
Lateinamerika	-	=
Emerging Markets Europa	-	=
Emerging Markets Asien	+	+

Quelle: AXA IM Research

Staatsanleihen	kurzfristig (3-6 Monate)	mittelfristig (12-24 Monate)
USA	-	-
Europa	=	=
Kernländer	=	=
Peripherie	+	=
Großbritannien	-	-
Japan	=	=
Emerging Markets	=	=
Swap Spreads	-	-
Breakeven-Inflation	=	+
USA	=	+
Europa	=	+

Quelle: AXA IM Research

Unternehmensanleihen	kurzfristig (3-6 Monate)	mittelfristig (12-24 Monate)
Inv'grade USA	-	=
Inv'grade Europa	+	=
High Yield USA	+	=
High Yield Europa	+	=

AXA IM Research

### Unsere Sicht

- Die Angst vor einer dauerhaften Stagnation hat nachgelassen. Trotz der Markterholung halten wir dies aber für unbegründet.
- Die langfristigen Aussichten für risikobehaftete Wertpapiere bleiben gut, da die USA stark wachsen und auch nach dem Ende des Quantitative Easing noch reichlich Liquidität vorhanden ist.
- Wir bleiben dabei, dass die anhaltende Normalisierung der Geldpolitik insgesamt ungünstig für Renten ist. Die US-Staatsanleihenrendite dürfte auf 3% steigen, ein weiteres Argument für eine Untergewichtung.
- Spreadausweitungen sind willkommene Kaufgelegenheiten, da wir weiterhin mit sehr niedrigen Ausfallquoten von Unternehmensanleihen rechnen.
- Die guten Aussichten für Investitionen und Konsum sprechen für ein höheres Wachstum in den USA. Im Euroraum dürfte die Wirtschaft hingegen nur um knapp 1% zulegen. Sie profitiert aber von der Notenbankliquidität.
- Japan: Positivfaktoren sind Liquiditätsspritzen, günstige Bewertungen sowie der höhere Lohnanstieg.
- Emerging Markets: Wachstumssorgen und schwankende Wechselkurse (außerhalb Asiens) sprechen für eine Untergewichtung. In Asien raten wir hingegen weiter zu einer Untergewichtung, da der Tiefpunkt hinter uns liegt.

- Die US-Renditen sind noch immer niedrig. Auf ihrem derzeitigen Niveau empfehlen wir eine Short-Position. Die Investoren werden in nächster Zeit sehr genau auf die Daten und die Äußerungen der Fed achten. Für Ende 2015 rechnen wir mit einer US-Zehnjahresrendite von 3%.
- Euro-denominierte Anleihen profitieren stark von den Liquiditätsspritzen der EZB, insbesondere Papiere aus den Peripherieländern. Die Bundesanleihenrenditen dürften sich seitwärts bewegen. Zum Jahresende 2015 rechnen wir mit 1%.
- Japan: Das gewaltige Quantitative Easing der japanischen Notenbank wird auch weiterhin für sehr niedrige Staatsanleihenrenditen sorgen. Die kurzfristigen Inflationserwartungen dürften weiter fallen. Die reichliche Liquidität und die Erholung der Weltwirtschaft sprechen langfristig aber für einen Anstieg. Die Bewertungen sind attraktiv.

- Steigende Renditen mahnen dazu, vorsichtig und wählerisch zu sein.
- Aufgrund der EZB-Politik bevorzugen wir im Investmentgrade-Bereich den Euroraum gegenüber den USA.
- Bei High-Yield-Anleihen geben wir aufgrund der soliden Unternehmensfinanzen den USA den Vorzug. Ölpreisschwankungen können steigende Risiken bedeuten.

## 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 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.