

# Das geopolitische Risiko meldet sich zurück

Die Weltwirtschaft erholt sich weiter, aber für höhere Portfoliorisiken ist es zu früh

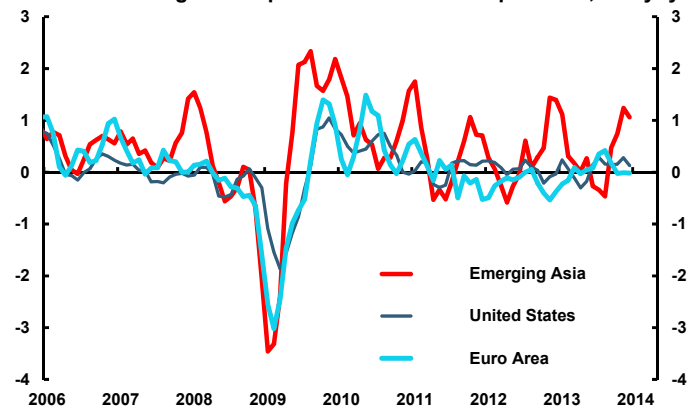
## Im Überblick

- Die russische Intervention auf der Krim hat die Märkte erschüttert. Sie fürchten eine Eskalation, die, obwohl in niemandes Interesse, ein systemisches Risiko ist. Eine militärische Auseinandersetzung zwischen Russland und den USA steht nicht zur Debatte, aber ein Bürgerkrieg in der Ukraine ist nicht auszuschließen. Sanktionen gegen Russland könnten die Rohstoffpreise steigen lassen und die Erholung in Europa bremsen. Die USA wären weniger betroffen.
- Die Konjunkturindikatoren von Anfang März stützen unsere Erwartung einer Erholung der Weltwirtschaft. Die US-Wirtschaft litt im 1. Quartal unter schlechtem Wetter, dürfte im 2. Quartal aber umso stärker wachsen. Die Erholung in Europa ist uneinheitlich, aber intakt. Finanzturbulenzen setzen den Emerging Markets zu. Trotzdem wachsen sie weiter, wenn auch langsamer als 2013.
- Kurzfristig bleiben wir in Aktien und Anleihen neutral gewichtet. Anleihen sind nach der jüngsten Rallye risikofreier Wertpapiere jetzt noch teurer. An den Emerging Markets raten wir weiter zur Vorsicht, da noch mehr Kapital abfließen könnte. Eine unerwartete Eskalation in der Ukraine könnte die derzeit ruhigen Märkte destabilisieren.

Abbildung 1

### Starkes Wachstum der asiatischen Importe

Contribution to global imports of manufactured products, in %/yoy



Quellen: Datastream & 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

Für die Anleger war der Februar ein erfreulicher Monat – alle Assetklassen lagen im Plus. Mit Ausnahme Japans stiegen die Aktienmärkte durchweg um rund 4%. Dem S&P 500 bescherte die höhere Risikobereitschaft Ende Februar ein neues Allzeithoch von 1859 Punkten. **An den Rentenmärkten fielen die Staatsanleiherenditen und die Spreads**, so dass vor allem risikoreichere Titel zulegten. Zu unserer Überraschung schnitten Emerging-Market-Assets, insbesondere Anleihen, besser ab als High-Yield-Anleihen oder ähnlich risikoreiche Anlagen.

Doch mit der russischen Militärintervention auf der Krim war die Krise in der Ukraine plötzlich mehr als nur ein lokales Problem. Auch wenn wir nicht mit einer militärischen Antwort des Westens rechnen, sind die geopolitischen Risiken unserer Einschätzung nach deutlich gestiegen. Das dürfte den Finanzmärkten zusetzen, obwohl die Risiken für die Weltwirtschaft noch begrenzt sind. Eine Eskalation der Krise – sowohl die USA als auch die EU haben sich für den Fall einer russischen Annexion der Krim Sanktionen vorbehalten – würde sich in erster Linie über die Rohstoffpreise und die Verunsicherung der Finanzmärkte auswirken. Momentan halten wir das Risiko für gering, aber diese instabile Situation muss genau verfolgt werden.

## Robuster Welthandel

Dank der Erholung in den Industrieländern hat sich der Welthandel Ende 2013 belebt. Darin inbegriffen ist allerdings ein starker Importanstieg in den asiatischen Emerging Markets, der nicht von Dauer sein dürfte. Die Wachstumsbeschleunigung in den Industrieländern (trotz eines wetterbedingt schwächeren 1. Quartals in den USA) dürfte den Welthandel stützen und den schwächelnden Emerging Markets helfen, sich zumindest im späteren Jahresverlauf zu stabilisieren (*Abbildung 1*).

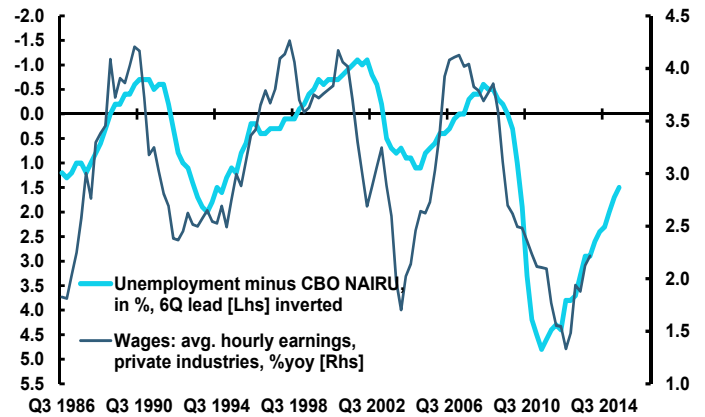
In den USA dürfte der jüngste Rückgang der Konjunkturindikatoren weitgehend auf den außergewöhnlich kalten und schneereichen Winter zurückzuführen sein. So gab United Continental eine Gewinnwarnung mit der Begründung heraus, in den ersten zwei Monaten dieses Jahres habe man 22.500 Flüge annullieren müssen. Ähnlich sah es beim Wettbewerber United Airlines aus, der viermal so viele Flüge strich wie im Gesamtjahr 2013.

Zum größten Teil dürften die Produktionsausfälle in den USA in den kommenden Wochen und Monaten wieder wettgemacht werden. Die Daten könnten allerdings noch einige Wochen uneinheitlich ausfallen und den Investoren genauso Rätsel aufgeben wie der neuen Fed-Vorsitzenden. Wir sehen derzeit keinen überzeugenden Grund, unsere Wachstumsprognose von 2,8% für das US-BIP 2014 zu ändern.

**Fed-Chefin Yellen hat in ihren letzten Reden die höhere Konjunkturunicherheit eingeräumt**, aber zugleich die Verringerung der Anleihekäufe um unverändert 10 Mrd. US-Dollar pro Monat bestätigt. Die größte Frage ist nun, wann die Fed zum ersten Mal die Zinsen erhöht. Die niedrige

Inflation könnte die Notenbank bewegen, damit bis Ende 2015 zu warten. Unser Hauptszenario bleibt jedoch unverändert: Die Arbeitslosigkeit geht weiter zurück, Arbeitskräfte werden knapp, und schließlich – wenn auch mit ungewöhnlich starker Verzögerung (*Abbildung 2*) – steigen die Löhne, was den Konsum stützt. Wir erwarten die **ersten Zinserhöhungen daher nach wie vor im 2. Halbjahr 2015**.

Abbildung 2  
Anspannung am Arbeitsmarkt treibt Löhne  
US wage pressure building



Quellen: Datastream & AXA IM Research

**Im Euroraum deuten die Konjunkturdaten auf moderates Wachstum hin.** Die ersten Schätzungen des BIP im 4. Quartal 2013 überraschten kaum: In Italien bestätigte sich das Ende der Rezession, während Spanien eine leichte Wachstumsbelebung verzeichnete. Etwas stärker fiel das Wachstum in Deutschland und Frankreich aus. Die niederländische Wirtschaft legte gegenüber dem Vorquartal beachtliche 0,7% zu, teilweise allerdings aufgrund von Anlageinvestitionen im volatilen Energiesektor.

Die ersten Konjunkturumfragen in diesem Jahr signalisieren anhaltendes Wachstum. Die Konsenserwartungen steigen, aber die Wachstumsaussichten unterscheiden sich von Land zu Land. In einigen Ländern dürfte das Wachstumstempo 2014 gegenüber dem 2. Halbjahr 2013 anziehen (in Deutschland und, in geringerem Ausmaß, Italien). Andere Länder wie Spanien befinden sich bereits auf ihrem mittelfristigen Wachstumspfad. In Frankreich könnte das Wachstum Anfang 2014 sogar nachlassen, denn in den letzten Monaten des Jahres 2013 wurde es durch Sonderfaktoren nach oben getrieben.

**Die Inflation hat sich Anfang 2014 auf niedrigem Niveau stabilisiert.** Die Jahreststeuerung, die im Januar etwas unter den Erwartungen lag, fiel im Februar mit 0,8% höher aus als prognostiziert. Die rückläufigen Erzeugerpreise lassen aber weiter keinen starken Preisdruck erwarten. So dürfte die Inflation im März ihren Tiefststand erreichen und danach einige Monate knapp 1% betragen. Deflation ist für den Euroraum als Ganzes sehr unwahrscheinlich, aber eine ernste Gefahr für bestimmte Länder.

Die EZB hat nach ihrer März-Sitzung zum ersten Mal ihre Prognosen für 2016 veröffentlicht. Obwohl die Notenbank erwartet, dass die Inflation bis dahin deutlich unter der Zielmarke von 2% bleiben wird, hat sie keine weitere Lockerung der Geldpolitik beschlossen. Dennoch rechnen wir mit erneuten Interventionen im Laufe des Jahres, wobei insbesondere ein Wertpapierkaufprogramm und/oder weitere Liquiditätsgeschäfte wahrscheinlich sind.

Das **japanische Wachstum** im 4. Quartal (annualisiert 1% ggü. Vorquartal) **wurde am Markt mit Enttäuschung aufgenommen. Wir sehen das etwas anders.** Zwar legten die Exporte trotz des schwachen Yen nur magere 1,7% zu, während die Importe um fast 15% nach oben schnellten. Aber der Konsum stieg um beachtliche 2%, und die Anlageinvestitionen nahmen nach 9% im Vorquartal um bemerkenswerte 8% zu. Zum Teil ist dieser Anstieg Vorzieheffekten wegen der am 1. April anstehenden Mehrwertsteuererhöhung geschuldet. Dennoch wirken sich diese Ergebnisse 2014 statistisch positiv aus. Wichtige Fragen bleiben aber offen: Werden die Löhne genügend steigen, um die Mehrwertsteuererhöhung wettzumachen? Wir glauben ja, denn die niedrige Arbeitslosigkeit (3,6%), der politische Druck und die fiskalpolitischen Impulse wirken alle auf eine Erhöhung der Nominallöhne hin – dem fehlenden Glied in der Strategie der japanischen Notenbank, die Inflation auf 2% zu steigern. Zweitens erwarten wir von der Notenbank weitere Liquiditätsspritzen, um der strafferen Fiskalpolitik entgegenzuwirken.

Insgesamt sehen wir die **Erholung in Japan nicht in Gefahr**, auch wenn die Unsicherheit derzeit zunimmt.

Obwohl die **Emerging Markets** als Ganzes unerwartet gute Konjunkturdaten veröffentlichten, blieb die Stimmung gedämpft. Einige große Länder enttäuschten nämlich doch. So gingen in Brasilien und Chile die Industrieproduktion und die Einzelhandelsumsätze zurück, und der HSBC-Einkaufsmanagerindex für China gab weiter nach. Gleichzeitig fiel im Januar der Vertrauensindex in der Türkei, und in Russland verfehlte die Industrieproduktion die Erwartungen. Außerdem schwächte sich im Februar das Exportwachstum in wichtigen asiatischen Emerging Markets ab. Sind unsere Wachstumsprognosen also zu optimistisch? Unserer Einschätzung nach hat die Konjunktur nur vorübergehend infolge des chinesischen Neujahrsfests nachgelassen, denn die Frühindikatoren für den Welthandel wie die Erwartungen der französischen Exporteure für das laufende Jahr zeigen weiter nach oben.

Um die Währungen zu stabilisieren, erhöhten einige Notenbanken erneut die Zinsen (Brasilien). Andere warteten noch ab (Türkei, Indonesien und Indien). Einige Notenbanken senkten die Zinsen sogar, weil die Inflation niedriger war als erwartet (Polen, Ungarn, Chile). Trotz der Stabilisierungsbemühungen **verloren die Währungen der Länder mit negativem oder schrumpfendem Leistungsbilanzsaldo weiter an Wert.** Die stärksten Kursverluste gegenüber dem US-Dollar erlitten seit Jahresanfang der argentinische Peso

gefolgt vom russische Rubel. Während die Abwertung des Peso von der argentinischen Regierung hingenommen wurde, war die Talfahrt des Rubel marktgetrieben. Der Leistungsbilanzüberschuss geht seit der Lehman-Krise zurück, weil Russen Kapital ins Ausland schaffen. Seit der russischen Intervention in der Ukraine hat sich die Kapitalflucht sogar noch verstärkt.

Wir erwarten angesichts des gestiegenen Kapitalfluchttrisikos und der Dollarisierung der Emerging Markets eine weitere Abwertung ihrer Währungen um 5-10%. Darüber hinaus dürften neue Zinserhöhungen das Wachstum bremsen.<sup>1</sup>

**Nach Interventionen der Chinesischen Zentralbank wertete der Renminbi in den letzten Wochen gegenüber dem US-Dollar deutlich ab.** Dafür gibt es drei Gründe: i) die angesichts steigender finanzieller Risiken wachsende Zurückhaltung der Anleger, ii) die niedrigeren Zinsen, die Zinsdifferenzgeschäfte (*Carry Trades*) mit dem chinesischen Renminbi unattraktiver machen, und iii) den Versuch der Notenbank, spekulativen Kapitalzuflüssen entgegenzuwirken, indem sie für Wechselkursschwankungen in beide Richtungen sorgt und damit die Investoren auf eine Erweiterung des Wechselkursbandes vorbereitet.

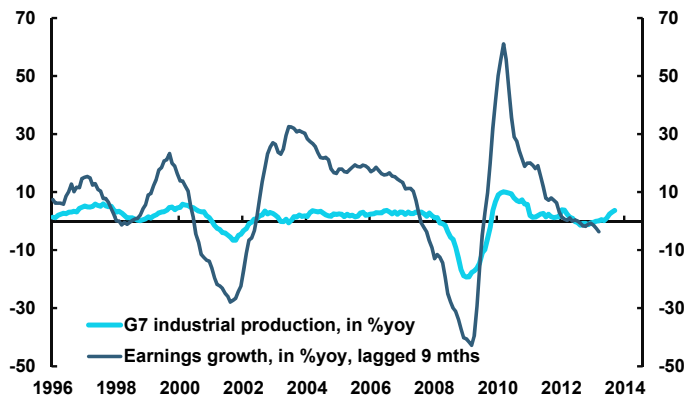
Wir halten diese kontrollierte Abwertung für eines der wichtigsten Elemente der Finanzmarktliberalisierung in China. Die Notenbank hat vor kurzem die geordnete Erweiterung des Wechselkursbandes zu einer ihrer Prioritäten für 2014 erklärt. Ohne ausgewogene Kapitalflüsse in beide Richtungen würde ein breiteres Band aber nur eine stärkere Aufwertung des Renminbi bedeuten. Daher kann der Devisenmarkt erst dann weiter liberalisiert werden, wenn der Renminbi in beide Richtungen schwankt und der Wechselkurs von den Investoren nicht mehr als Einbahnstraße wahrgenommen wird.

## Langfristige Empfehlung: Aktien übergewichten, Anleihen untergewichten

**Die langfristigen weltwirtschaftlichen Perspektiven sprechen für eine Übergewichtung risikobehafteter Wertpapiere und mahnen zur Vorsicht gegenüber Staatsanleihen.** Wenn sich der Konjunkturaufschwung bestätigt, werden sich die Unternehmensergebnisse in den USA weiter verbessern. In Europa werden anziehende Umsätze und moderate Lohnkosten ebenfalls zu einer Gewinnerholung führen. Die US-Unternehmen haben Ergebnisse entsprechend den Erwartungen vorgelegt. Die europäischen Unternehmen haben bisher enttäuscht, doch den Frühindikatoren zufolge dürften 2014 auch sie mehr verdienen. **Weltweit dürfte die anziehende Industrieproduktion in Verbindung mit Kostensenkungen die Gewinne um 5-10% steigen lassen (Abbildung 3).**

<sup>1</sup> Vgl. Davradakis M. und L'Hoir M. "[Emerging markets turmoil: 1997-98 redux?](#)", AXA Investment Managers, 20. Februar 2014

Abbildung 3  
Konjunkturerholung dürfte höhere Gewinne bescheren  
G7 industrial production & earnings growth

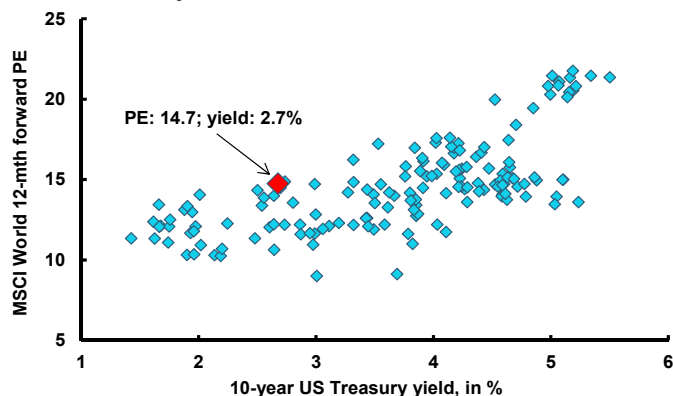


Quellen: Datastream & AXA IM Research

Zweitens ist das **Zinsumfeld immer noch günstig, auch wenn wir im 2. Halbjahr 2014 einen Anstieg der Langfristrenditen auf 3,5% erwarten**. Das erklärt, warum wir bei Anleihen langfristig zu einer Untergewichtung raten.

Abbildung 4 zeigt die Beziehung zwischen der amerikanischen Zehnjahresrendite und dem mit prognostizierten Gewinnen berechneten Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des MSCI World. Mit einem KGV von knapp 15 sind Aktien derzeit nicht gerade billig. Das bedeutet aber bei den aktuellen und prognostizierten Renditen nicht, dass die Bewertungen fallen müssten.

Abbildung 4  
Steigende Renditen keine Gefahr für Aktienbewertung  
Global PE & US yields



Quelle: Datastream & AXA IM Research

Drittens glauben wir, dass **die wichtigen Zentralbanken der Industrieländer nicht vor 2015 die Zinsen erhöhen** werden.

## Kurzfristig neutrale Positionierung

**Wie sollte man sich kurzfristig positionieren?** Unsere Empfehlung von Anfang Februar, die Aktienquote auf neutral zu reduzieren, hat sich bisher nicht ausgezahlt. Unsere Befürchtung, dass sich die Risiken für die Emerging Markets

ausweiten und die Finanzmärkte zunehmend in Mitleidenschaft ziehen werden, hat sich nicht bewahrheitet. Hat sich aber im letzten Monat etwas ereignet, was uns unsere Einschätzung ändern ließe? Nicht viel, außer dem Anstieg der Aktienmärkte im Allgemeinen und der positiven, wenn auch vergleichsweise schwachen Performance der Emerging Markets. Unsere **Warnung vor weiteren Kapitalabflüssen aus den Emerging Markets ist aber nach wie vor aktuell**. **Tatsächlich fließt im Zuge der geldpolitischen Normalisierung in den USA weiter Kapital aus allen Emerging-Market-Assetklassen und -Regionen ab**, und die Krise in der Ukraine verdüstert die Aussichten für die Emerging Markets weiter. **Die Abwertung der chinesischen Währung könnte das Anlegervertrauen in diese Märkte noch weiter untergraben**. Wir halten die zuletzt positive Performance der Emerging Markets eher für technisch bedingt als für fundamental begründet. Die Analysten haben erst begonnen, ihre Wachstumsprognosen nach unten zu korrigieren. Wir wären nicht überrascht, wenn sich dies fortsetzte.

Die **Konjunkturaussichten der Industrieländer sind unsicher**, weil die Auswirkungen der Wetterkapriolen in den USA schwer einzuschätzen sind.

Diese Unsicherheit spiegelt sich in unserem Risikobereitschaftsbarometer (RAB) wider. Es ist geringfügig gestiegen, aber sowohl die zyklische als auch die systemische Komponente sind immer noch negativ. Außerdem deutet die durchschnittliche Aktienkorrelation von über 60% auf Unsicherheit im Markt hin. Die Hoffnung auf einen raschen Anstieg des RAB in den neutralen Bereich wurde enttäuscht, obwohl sich die Aktienmärkte beruhigt haben.

Warum aber war das nicht auch an den Anleihenmärkten der Fall? Die (zumindest vorläufige) Rückkehr zur Normalität und die Rückführung des Quantitative Easing (QE) würden eigentlich eine amerikanische Zehnjahresrendite von 3% oder mehr erwarten lassen. Stattdessen fiel sie auf 2,7%. Grund hierfür war unseres Erachtens nicht eine Abwärtsrevision der Renditeerwartungen, sondern ein Rückgang der Laufzeitprämie infolge rückläufiger Inflationserwartungen.

In diesem Umfeld raten wir zu einer **vorsichtigen Asset-Allokation** mit einer neutralen Gewichtung risikobehafteter Wertpapiere.

## Inflationsindexierte Anleihen attraktiv; Unternehmensanleihen bieten weiter Schutz

Auch über die **Deflationsgefahr im Euroraum** ist in letzter Zeit viel diskutiert worden. Tatsächlich ist die Inflation auf ein bedenklich niedriges Niveau gefallen, so dass sich sogar EZB-Präsident Draghi zu einer Stellungnahme veranlasst sah. Die niedrige Kapazitätsauslastung und die sehr stabilen Inflationserwartungen sprechen dafür, dass eine längere Niedriginflationsphase in Europa sehr wahrscheinlich ist. Die EZB schätzt diese Wahrscheinlichkeit auf fast 40%.<sup>2</sup> Die

<sup>2</sup> <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201402en.pdf>



europäischen Breakeven-Inflationsraten fallen daher seit Ende 2012; implizit wird jetzt eine Inflation von 2% in sechs Jahren erwartet. Unter Bewertungsgesichtspunkten halten wir Euro-Inflationsanleihen derzeit für attraktiv. Allerdings ist die Bewertung nur eine notwendige, aber keine hinreichende Kaufbedingung, denn Unterbewertungen können lange anhalten.

**Unternehmensanleihen waren in den letzten Wochen weit weniger volatil, da sich die Lage an den Märkten beruhigte, das Angebot auf beiden Seiten des Atlantiks zurückging und die Nachfrage hoch blieb.** Obwohl die Spreads wegen der von den Emerging Markets ausgehenden Risiken gestiegen sind, werfen sie weiter positive Erträge ab. Seit Jahresbeginn hat man mit Euro-Investmentgrade-Anleihen gut 1,6% und mit Euro-High-Yield-Anleihen 2,2% verdient, gegenüber 2,6% und 2,5% bei den US-Pendants. Wir erwarten nach wie vor, dass die Konjunktur- und Renditeentwicklung sowie die hohe Nachfrage Unternehmensanleihen dieses Jahr zu ordentlichen Erträgen verhelfen werden. **Wir suchen jedoch Diversifikationsmöglichkeiten, um den nach dem QE-Ausstieg zu erwartenden Renditeanstieg auszugleichen.** Da die Spreads immer weniger Schutz gegen steigende Staatsanleiherenditen bieten, dürften sich die Anleger mehr und mehr nach alternativen Unternehmenspapieren umsehen. Additional-Tier-1-Anleihen, Contingent Convertibles (CoCos), Tier-2-Anleihen und Hybrid-Industrieanleihen dürften daher verstärkt emittiert und nachgefragt werden. In den USA ist auch die **Nachfrage nach Loans bereits gestiegen, die aus unserer Sicht im Laufe des Jahres zu einer interessanten Alternative zu High-Yield-Anleihen** werden können. Wir teilen die allgemeine Einschätzung, dass die Spreads niedrig und die Bewertungen hoch sind. Umso sorgfältiger muss man bei Investitionen auf Qualität und Laufzeit achten.

## Aktien: Unser Favorit bleibt Europa

Auf der Aktienseite halten wir an unserer **Untergewichtung der Emerging Markets** fest. Die Währungsturbulenzen haben sich zwar – oberflächlich betrachtet – gelegt, doch wir

halten weitere Abwertungen um 5-10% für durchaus möglich. Das wird aber ein langsamer Prozess sein, denn anders als 1997/1998 haben die meisten Länder heute flexible Wechselkurse. Da manche wichtige Emerging Markets ihre Leistungsbilanzdefizite über ausländische Portfolioinvestitionen finanzieren, müssen sich diese erst stabilisieren, bevor wir wieder in Emerging-Market-Aktien einsteigen. Nach EPFR-Angaben verzeichnen Emerging-Market-Aktienfonds seit 18 Wochen Abflüsse. Die Industriekonjunktur in China ist aktuellen Daten zufolge immer noch schwach, was die Rohstoffexporteure zunehmend belastet und die gegenwärtige Misere der Emerging Markets verstärkt. Wir glauben aber, dass sich Aktien aus Ländern, die vom Aufschwung in den Industrieländern profitieren und weniger von Kapitalabflüssen bedroht sind (wie Südkorea, Taiwan, die Philippinen und Mexiko) ähnlich entwickeln könnten wie Industrieländeraktien.

Bei den Regionen bevorzugen wir weiter den Euroraum gegenüber den USA. Aktien aus dem Euroraum sind konjunkturbereinigt deutlich günstiger bewertet als US-Titel. Außerdem dürften die jüngsten Entwicklungen an der Peripherie des Euroraums, die Höherstufung Spaniens durch Moody's und die Bildung einer neuen Regierung in Italien die Risikoprämien weiter fallen lassen. An unserer **Untergewichtung der Schweiz** halten wir fest. Der Markt ist noch immer überbewertet.

**Wir empfehlen nach wie vor Small Caps aus den USA, Europa und Großbritannien.** Ihr stetiger Mehrertrag gegenüber Large Caps bestätigt unsere Überzeugung, dass die kleinen Unternehmen die Nutznießer des aktuellen Wachstums der Weltwirtschaft sind und aufgrund ihres geringeren Engagements in den Emerging Markets weniger unter deren Turbulenzen leiden.

**Neutral gewichtet bleiben wir in Japan**, wo die jüngsten Daten stark enttäuschten. Noch wichtiger ist, dass die für einen nachhaltigen Inflationsanstieg unerlässlichen Lohnerhöhungen zu mager ausfallen könnten. Aktuelle Umfragen zufolge erhöhen die Unternehmen lieber die Boni als die Grundgehälter.

**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.