

# Renditen neu denken



## KONJUNKTUR

**Auf und davon: Der Euroraum wechselt vom Erholungs- in den Wachstumsmodus**

2

## SOLVENZKAPITAL

**Strategisch investieren bei immer strengeren Regulierungen**

4

## IMMOBILIEN

**Den Konjunkturzyklus durchschauen: Warum ein 360-Grad-Ansatz so wichtig ist**

6

## ALTERNATIVE ERTRAGSQUELLEN

**Multi-Premia-Strategien für Investoren**

9

## KONJUNKTUR

# Auf und davon: Der Euroraum wechselt vom Erholungs- in den Wachstumsmodus



In den letzten Jahren hat sich der Weltwirtschaftsausblick kontinuierlich verbessert. Für 2018 erwarten wir in wichtigen Ländern sogar ein noch höheres Wachstum. Auch der Internationale Währungsfonds hat seine Prognose des weltweiten Wirtschaftswachstums für 2018 auf 3,9 % angehoben – nachdem zuvor 3,7 % für 2017 und 2018 angenommen wurden.

**“ Für den Euroraum erwarten wir 2018 ein BIP-Wachstum von 2,7%. ”**

Für den Euroraum erwarten wir 2018 ein BIP-Wachstum von 2,7 %, nach 2,5 % 2017. Der Welthandel nimmt zu und stützt den Euroraum. Die wichtigsten Triebfedern des Wachstums dürften dennoch Binnenfaktoren wie stabile Konsum- und Investitionsausgaben bleiben.

Unseres Erachtens wird der Konsum von der steigenden Kaufkraft profitieren, die auf mehreren Faktoren beruht: der Schaffung von Arbeitsplätzen, dem (mäßigen) Lohnwachstum, allgemein stabiler Inflation und weiter gesunkener Spartätigkeit.

Außerdem sind im Maschinen- und Anlagensektor Anzeichen eines Aufschwungs zu beobachten und Konjunkturmfragen zufolge steigt auch die Investitionsgüternachfrage. Die Unternehmensinvestitionen schwanken zwar, nehmen aber ebenfalls zu. Jüngste Daten (z. B. Einzelhandelsumsätze und Autozulassungen) deuten unserer Ansicht nach auf potenziell stärkeres Wachstum hin.

## Volkswirte prognostizieren stärkeren Aufschwung

---

Viele Beobachter teilen diesen positiven Ausblick. Die meisten, wenn nicht alle Wirtschaftsprognostiker und internationalen Organisationen erwarten für die Europäische Währungsunion 2018 ein solides BIP-Wachstum. Der Prognosemedian (Stand Januar 2018) liegt bei 2,2 % – bei einer Spanne von 1,6 % bis 2,9 %. Die Streuung der Prognosen ist sehr gering. Das halten wir aber nicht für problematisch, weil diese Streuung nicht mit Prognosefehlern korreliert. Außerdem zeigt die Vergangenheitsanalyse, dass Prognostiker sowohl Rezessionen als auch Wachstumsphasen eher unterschätzen.

Auf Länderebene glauben wir, dass Deutschland und Spanien am meisten vom Aufschwung des Welthandels profitieren dürften – zusätzlich zu den Binnenfaktoren, die alle größeren Länder des Euroraums stützen. Für Deutschland prognostizieren wir ein BIP-Wachstum von 3,1 %, für Frankreich 2,3 %, für Italien 1,6 % und für Spanien 3,0 % (Einzelheiten zu einzelnen Ländern finden sich in unserem [Euroraum-Ausblick für 2018](#)).

Die Unternehmen des Euroraums klagen zunehmend über Arbeitskräftemangel und wollen mehr Arbeitskräfte einstellen. Das dürfte den Aufschwung am Arbeitsmarkt beschleunigen, das Lohnwachstum steigern und die Kerninflation 2018 auf durchschnittlich 1,2 % erhöhen (siehe unsere [Publikation zur Euroraum-Inflation](#)).

## EZB bereitet erste Zinserhöhung vor

---

Wir erwarten zwar, dass die Inflation moderat bleibt. Durch das kräftige Wirtschaftswachstum könnte sich aber die Outputlücke schließen. Dadurch fühlt sich vielleicht die Europäische Zentralbank (EZB) in ihrer Einschätzung bestätigt, dass die Geldpolitik nicht mehr so expansiv sein muss. Unseres Erachtens wird die EZB in ihrer Kommunikation in Zukunft weniger auf die Quantitative Lockerung abheben – anders als 2017. Stattdessen dürfte sie den Markt auf eine erste Zinserhöhung vorbereiten. Bei der letzten Notenbank-Sitzung vom 8. März ließ die EZB die Leitzinsen unverändert. Ursprünglich erwarteten wir weitere sechs Monate Quantitative Easing. Die Anleihenkäufe wären dann im März 2019 ausgelaufen und eine erste Zinserhöhung wäre für das zweite Halbjahr 2019 zu erwarten gewesen. Jetzt gehen wir davon aus, dass die EZB die Zinsen zum ersten Mal bereits im ersten Halbjahr 2019 anheben wird. Eine Nichtverlängerung (oder eine kurze, nur dreimonatige Verlängerung) der lockeren Geldpolitik und beschleunigte Zinserhöhungen sind wahrscheinlicher als das Gegenteil.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Quelle: AXA IM.





## SOLVENZKAPITAL

# Strategisch investieren bei immer strengeren Regulierungen



**Versicherungen können es sich im Portfoliomanagement kaum mehr leisten, nur die Märkte, Risiko-Ertrags-Profile und Deckungsgrade zu beachten. Unter Solvency II (SII) sollen sie jetzt auch das regulatorische Kapital jedes einzelnen Investments berücksichtigen.**

Die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) hat allerdings kürzlich eine Erstbegutachtung des Standardmodells unter Solvency II vorgelegt. Wenn diese von der Europäischen Kommission validiert wird, hat das Folgen für die Methode zur Berechnung des regulatorischen Kapitals.

Die EIOPA will vor allem prüfen, wie Zinsschocks getestet werden. Sie schlägt einen symmetrischen Stresstest vor, um die Folgen einer Zinserhöhung bzw. -senkung um jeweils 1 % zu modellieren – anstelle der aktuellen Methode, die ein asymmetrisches Schockszenario von +33 Bp. (aber mindestens 1 Prozent) bei Zinserhöhungen und -25 Bp. bei Zinssenkungen<sup>1</sup> sowie zurzeit keine Zinssenkung bei negativen Zinsen vorsieht.

Wenn dies beschlossen wird, könnten die Ausweitungen (insbesondere die Änderung des Abwärtsrisikos) zu erheblichen Durationsanpassungen führen.

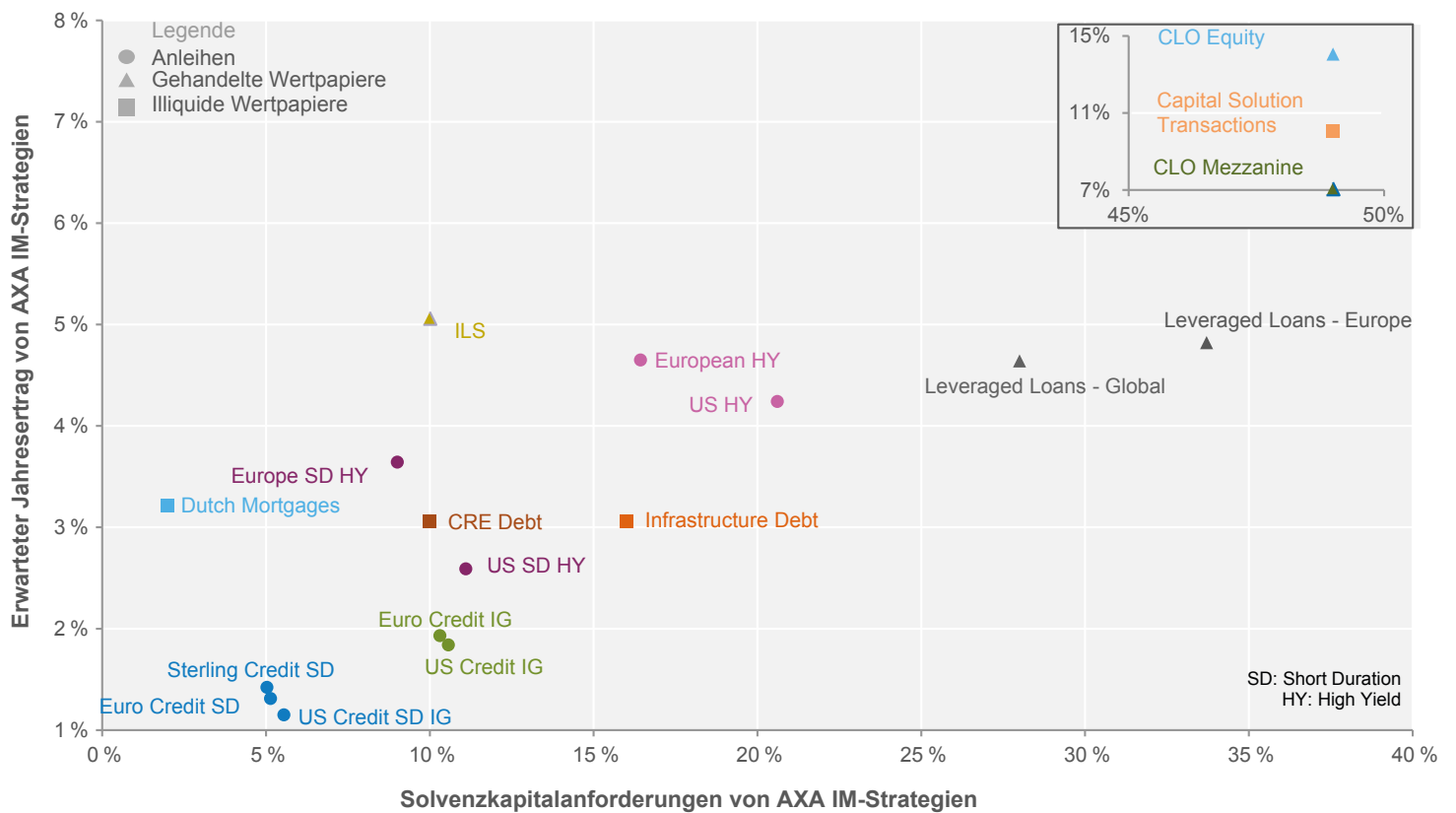
Außerdem will die EIOPA von der Forderung nach einem externen Rating abgehen. Das könnte zwar mehr Flexibilität für Versicherer bedeuten, die Ergebnisse dürften sich aber stärker voneinander unterscheiden. Die EIOPA schlägt ein spezielles Ratingmodell vor, das auf den Finanzberichten von Emittenten beruht. So soll eine korrekte Bewertung der Bonitätsstufen einzelner Anleihen und Loans sichergestellt werden. Bei Schuldtiteln ohne Rating könnte dieser Ansatz dazu führen, dass Versicherer die Bonität desselben Finanzinstruments sehr unterschiedlich einstufen – und so auch zu verschiedenen

Solvenzkapitalanforderungen kommen. Andererseits würde diese Methode das Risikomanagement bei Investments ohne Rating verbessern.

Wir werden Sie zu diesem wichtigen Thema auf dem Laufenden halten!

In jedem AXA IM Insurance Bulletin geben wir indikative Solvenzkapitalanforderungs- und Ertragsprofile wichtiger Assetklassen an und zeigen, wo wir zurzeit Nachfrage von unseren Versicherungs-Drittkunden sehen.

<sup>1</sup> Quelle: [https://eiopa.europa.eu/Publications/Consultations/EIOPA-CP-17-006\\_Consultation\\_Paper\\_on\\_Second\\_set\\_of\\_Advice\\_on\\_SII\\_DR\\_Review.pdf](https://eiopa.europa.eu/Publications/Consultations/EIOPA-CP-17-006_Consultation_Paper_on_Second_set_of_Advice_on_SII_DR_Review.pdf), 6. November 2017.



Quelle: AXA Investment Managers, Stand 30. Dezember 2017. Erwartete Erträge abgesichert in Euro und vor Abzug von Gebühren unter der Annahme, dass die Rendite über ein Jahr stabil bleibt. Anleiherträge auf Grundlage der Yield-to-Worst, also der erzielbaren Mindestrendite, wenn es nicht zu einem Zahlungsausfall kommt. Die Schätzungen sind Projektionen und deshalb kein verlässlicher Hinweis auf künftige Ergebnisse. Die Abbildung zeigt Strategien/Fonds von AXA Investment Managers, in die nicht zu AXA gehörende Versicherer investiert haben. Dies ist keine Anlageempfehlung. Die Strategien/Fonds unterliegen Kapital- und Kreditrisiken. Der aktuelle Prospekt ist für alle Investoren erhältlich und muss vor der Zeichnung von Anteilen gelesen werden. Weitere Informationen finden Sie im Abschnitt Risikohinweise.

## IMMOBILIEN

# Den Konjunkturzyklus durchschauen: Warum ein 360-Grad-Ansatz so wichtig ist



Seit Beginn der weltweiten Finanzkrise 2008 sind die Zinsen gefallen. Davon haben fast alle Assetklassen profitiert und Immobilien sind keine Ausnahme. Aber wie werden sich die Erträge entwickeln, wenn die Zentralbanken die Geldhähne zudrehen?

**“ Der Immobilienmarkt hat einige Besonderheiten, die ihn komplex machen. ”**

Der Immobilienmarkt hat einige Besonderheiten im Vergleich zu Aktien- und Rentenmärkten. Die Datenlage, die Markttransparenz und der richtige Zeitpunkt für ein Investment sind schwieriger einzuschätzen. Deshalb sind Wendepunkte des Marktzyklus besonders heikel. Wenn man allerdings die zugrunde liegenden Mittelflüsse gut prognostiziert und profunde Kenntnis des Immobilienmarktzyklus hat, werden genau dadurch höhere risikoadjustierte Erträge möglich.

### Vier Quadranten: ein 360-Grad-Ansatz

Immobilien sind üblicherweise Sachanlagen und haben sehr unterschiedliche Eigenschaften. Der Kaufprozess (bei Immobiliendirektanlagen) kann langwierig

und teuer sein. Das Anlageuniversum bei Immobilien kann in vier Quadranten auf zwei Achsen eingeteilt werden: nach Märkten (börsennotierte und nicht börsennotierte Investments) sowie nach Instrumenten (Aktien und Anleihen).

Jeder Quadrant bietet unterschiedliche Anlagechancen. Beispielsweise bekommen Anleiheinvestoren bei Zahlungsverzug ihr Kapital üblicherweise eher zurück als Aktionäre. Allerdings haben sie häufig auch ein konservativeres Ertragsprofil. Auch die Liquidität der Quadranten ist im Laufe der Zeit unterschiedlich. Ein gewünschtes Investment ist vielleicht nicht leicht am Markt verfügbar. Dies wird bei Wendepunkten im Zyklus besonders akut, wenn eine hohe Geld-Brief-Spanne in manchen Marktsegmenten zu Liquiditätsengpässen führt. Genau dann können sich aber auch die besten Anlagechancen ergeben. Marktteilnehmer,

die alle vier Quadranten in Betracht ziehen und ein umfassendes Verständnis für den Marktzyklus haben, können oft früh Chancen nutzen.

## Auf den Zeitpunkt kommt es an

Die Performance von Immobilieninvestments hängt prinzipiell vom Verlauf zweier Zahlungsströme ab (Abbildung 1):

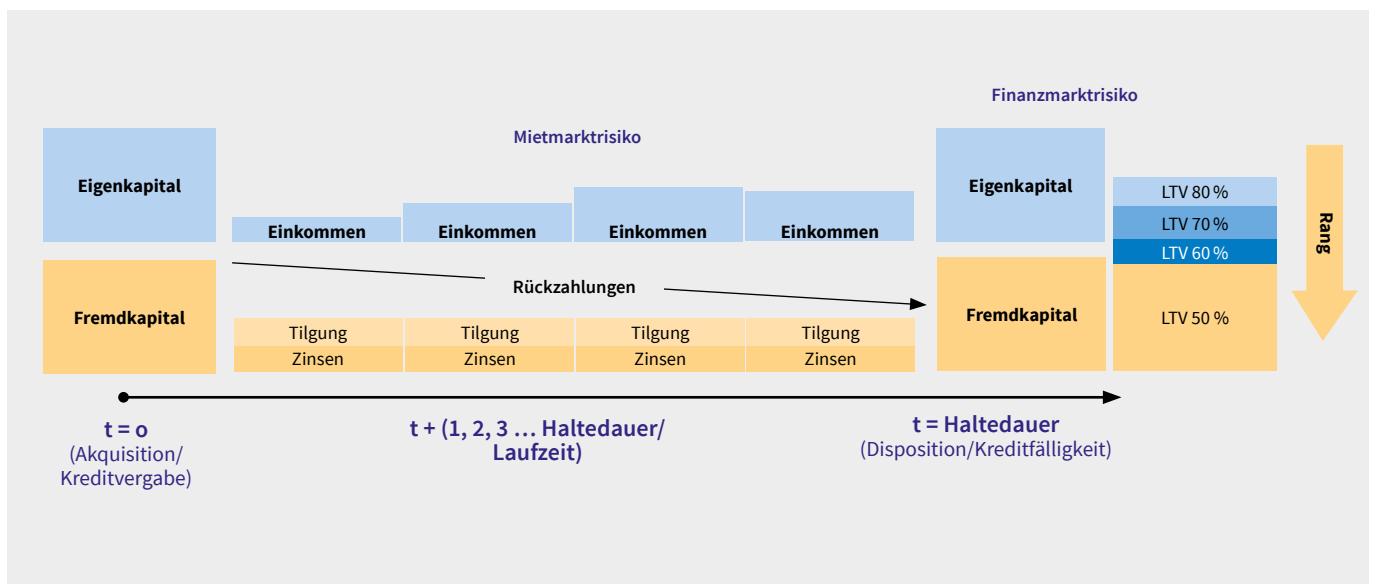
- den wiederkehrenden Mieterträgen während der Haltedauer und
- den Verkaufserlösen am Ende der Haltedauer.

Der Ertrag einer Gewerbeimmobilie während der Haltedauer hängt hauptsächlich von den Mieteinnahmen im Zyklus dieses Immobiliensegments ab. Es müssen allerdings auch andere Risiken beachtet werden – beispielsweise, dass Mieter in Zahlungsverzug geraten und das Objekt länger als erwartet leer

steht. Weil Neubauten Zeit brauchen, können Investoren die Mietwertentwicklung auf kurze Sicht (d. h. 18 bis 36 Monate) meist gut abschätzen. Deshalb ist die Nachfrageseite das wichtigste Kriterium. Das kann speziell kurz- und mittelfristig vorhersagbare, stabile und inflationsgeschützte Mittelflüsse ermöglichen. Längerfristig sind Investoren aber den allgemeinen Finanzmarktrisiken ausgesetzt.

In der Praxis bedeutet ein 360-Grad-Ansatz bei Immobilieninvestments, dass in allen vier Quadranten des Immobilien-Anlageuniversums kontinuierlich relative Bewertungs- und Liquiditätsvorteile gesucht werden – entweder in einem bestimmten Bereich der Kapitalstruktur und über verschiedene Anlageinstrumente (d. h. der Fokus liegt auf der horizontalen Ebene, um relative Bewertungsvorteile zu ermitteln) oder über die gesamte Kapitalstruktur (vertikale Ebene), um den Zielkonflikt zwischen Risiko und Ertrag von Anleihen und Aktien gegenüberzustellen. Eine Kombination dieser Ansätze ergibt einen ganzheitlichen Überblick der Immobilienbewertung: vertikal anhand des Risiko-Ertrags-Profiles über die Kapitalstruktur und horizontal anhand unterschiedlicher Instrumente in einem bestimmten Markt.

**Abbildung 1: Kapitalstrukturrisiken bei Gewerbeimmobilien**



Quelle: AXA IM – Real Assets.

Mittelflüsse, Risiken und Kapitalstruktur dienen nur zur Illustration. Die Kapitalstruktur, die Mittelflüsse und die Risiken eines tatsächlichen Immobilieninvestments hängen von den Bedingungen und der Ausgestaltung eines solchen Investments ab und können sich von dem gezeigten Beispiel erheblich unterscheiden.

## Der 360-Grad-Ansatz in der Praxis

Das Beispiel des spanischen Immobilienmarktes seit der weltweiten Finanzkrise zeigt, wie sich die Bewertung und Liquidität der vier Quadranten des Immobilien-Anlageuniversums entwickeln können. Außerdem wird deutlich, wie man im Laufe der Zeit einen relativen Bewertungsansatz bei der Portfoliokonstruktion nutzen kann.

### Phase 1 (2011–13)

Immobilien Direktanlagen attraktiv:



Nach der weltweiten Finanzkrise gingen die Transaktionsvolumina drastisch zurück und Eigentümer hatten Schwierigkeiten, bestehende Portfolios zu rekapitalisieren. Dann versprach der Präsident der Europäischen Zentralbank, Mario Draghi, „alles zu tun,“ um den Euro zu retten.<sup>1</sup> Im Euroraum keimte neue Hoffnung auf Wachstum. Es war zu erwarten, dass die Mutigen, die sich als Erste wieder an den angeschlagenen spanischen Markt wagten, interne Renditen im hohen 10-Prozent- bis niedrigen 20-Prozentbereich erzielen würden — durch eine Kombination aus sinkenden Renditen und wieder steigenden Mieten.

### Phase 2 (2014)

Nicht börsennotierte Schuldtitel und Aktien attraktiv:



Die spanischen Märkte für Schuldtitel erholten sich — hauptsächlich aufgrund ausländischer Kreditgeber, die Margen um 350 Bp.<sup>2</sup> boten (spanische Banken waren nach wie vor von Not leidenden Krediten betroffen). Durch diese neue Kapitalquelle fielen die Immobilienrenditen in Richtung 5,2 Prozent.<sup>3</sup> Dennoch erreichten Aktieninvestoren gehebelte interne Renditen im niedrigen zweistelligen Bereich. Zu dieser Zeit konzentrierte sich die Liquidität bei privaten Immobilienschuldtiteln und auf den Aktienmärkten.

### Phase 3 (2016)

Nicht börsennotierte Schuldtitel, Aktien und REITs attraktiv:



Der Konjunkturaufschwung gewann an Dynamik und die Mietmärkte erholten sich. Deshalb nahmen auch die Kapitalflüsse in den spanischen Immobilienmarkt zu. Sowohl Schuldtitel als auch Aktien wurden höher bewertet, da die leichten Gewinne bereits gemacht worden waren. In dieser Zyklusphase fand man relative Bewertungsvorteile bei Titeln mit einem höheren Risiko-Ertrags-Profil. Außerdem kam es zu einer Neupositionierung von Objekten in guten Lagen, um dem Nachfrageaufschwung gerecht zu werden: Moderne, hochwertige Büroflächen waren Mangelware. 2015 nahmen auch Börsengänge von Immobilienunternehmen (der dritte Quadrant) stark zu, um diese Wertschöpfungschance zu nutzen (darunter auch Blanko-IPOs<sup>4</sup>).

<sup>1</sup> Mario Draghi, der Präsident der Europäischen Zentralbank, sagte im Juli 2013 zu, alles zu tun, was nötig sei, um den Euro zu retten und den Euroraum intakt zu halten.

<sup>2</sup> Marge über dem 3-Monats-EURIBOR; Schätzung von AXA IM – Real Assets. Bitte beachten Sie, dass die Wertentwicklung der Vergangenheit kein Indikator für zukünftige Erträge oder Entwicklungen ist.

<sup>3</sup> Quelle: Schätzung von AXA IM – Real Assets. Bitte beachten Sie, dass die Wertentwicklung der Vergangenheit kein Indikator für zukünftige Erträge oder Entwicklungen ist.

<sup>4</sup> Ausgabe von Aktien, um Kapital für den Kauf von Immobilien aufzubringen.



## ALTERNATIVE ERTRAGSQUELLEN

# Multi-Premia-Strategien für Investoren

---



Das Marktumfeld für Versicherer bleibt herausfordernd. Angesichts der noch immer niedrigen Renditen planen vielleicht viele Unternehmen, stärker zu diversifizieren. Sie könnten ihren Blick über traditionelle Assetklassen wie Investmentgrade hinaus auch auf kleinere Marktnischen richten. Unter Solvency II sollte man aber bei jeder neuen Strategie auch die regulatorischen Kapitalkosten berücksichtigen.

Jedes potenzielle Investment sollte idealerweise höhere und stabilere Erträge erzielen als traditionellere Assets – ohne dass zu hohe regulatorische Kosten anfallen. Viele Versicherer diversifizieren offenbar bereits am Markt für alternative Credits. Es gibt aber auch andere Strategien, die diese Kriterien erfüllen.

Strategien, die auf mehrere Quellen setzen, um Faktorprämien zu erzielen, können ähnliche Renditen wie alternative Credits (oder sogar höhere) erreichen: Es könnten 5 bis 10 % p. a. erzielt werden – mit überschaubaren Kapitalkosten von 20 bis 25 %.<sup>1</sup>

### Chancen finden

---

Faktorprämien existieren, weil Assets mit bestimmten Eigenschaften einen Mehrertrag gegenüber anderen Assets erzielen, die diese Eigenschaften nicht haben. Aktien mit einem niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnis erreichen beispielsweise häufig einen Mehrertrag (eine sogenannte „Substanzprämie“) im Vergleich zu anderen Aktien.

Es gibt mehrere Gründe für Faktorprämien. Manchmal entstehen sie durch menschliches Verhalten – so kann ein Investor auf Marktsignale, die zu ungewöhnlichen Erträgen führen, unter- oder überreagieren.

**“Um echte Faktorprämien zu finden, muss man kurzfristige Störfaktoren ignorieren.”**

---

<sup>1</sup> Quelle: AXA IM Chorus/Standardmodellberechnung. Zukunftsgerichtete Angaben und Vorhersagen künftiger Wertentwicklung beruhen auf Annahmen. Solche Annahmen, Prognosen und Angaben können der aktuellen Meinung zu künftigen Ereignissen entsprechen und sind daher sehr riskant und unsicher. Die tatsächliche Performance kann höher oder niedriger sein. Investoren sollten sich im Klaren sein, dass die tatsächliche Performance erheblich von den Ergebnissen in der Vergangenheit abweichen kann. Die künftige Performance kann nicht garantiert werden.

Auch strukturelle Einschränkungen können eine Rolle spielen. Einige Investoren dürfen vielleicht aufgrund gesetzlicher Vorschriften in bestimmte Assets nicht investieren. Davon profitieren andere Investoren, die von diesen Einschränkungen nicht betroffen sind.

Um echte Faktorprämien zu finden, muss man kurzfristige Störfaktoren („Noise“) ignorieren. Oft bestehen die Prämien dauerhaft sowie assetklassen- und regionenübergreifend. Sie sollten klare wirtschaftliche Gründe haben.

Um eine Faktorprämie als Grundlage für eine tragfähige Investmentstrategie zu nutzen, sollte sie bei liquiden Assets bestehen, die leicht handelbar sind. Außerdem sollten die unterschiedlichen Prämien mit den Assetklassen wenig korrelieren.

Wir glauben, dass es unterschiedliche Möglichkeiten gibt, eine Faktorprämie zu vereinnahmen. Man kann verschiedene Investmentinstrumente und -signale nutzen, um über liquide Assetklassen zu diversifizieren.

So kann man etwa auf das Momentum setzen, indem man ein Investmentssignal nutzt, das die Wahrscheinlichkeit einer Aktienkurssteigerung aufgrund von hohem Kaufinteresse erwartbar macht. Die Umsetzung kann durch Aktien oder Derivate geschehen. Ähnliche Momentum-Signale kann man an den Devisen- und Anleihenmärkten nutzen.

## **Quantitative Analyse und Fehlbewertungen**

Darüber hinaus könnte eine quantitative Analyse zeigen, dass der Kurs einer bestimmten Aktie relativ zu fundamentalen Faktoren zu niedrig ist, was auf einen potenziellen Kursanstieg hindeutet. Dasselbe könnte für den Wert einer Währung im Vergleich zu einer anderen gelten.

Bewertungsdifferenzen sind ein weiterer Grund für eine Faktorprämie. Die Geschäftsmodelle von zwei Unternehmen derselben Branche etwa könnten so ähnlich sein, dass auch eine ähnliche Bewertung gerechtfertigt scheint. Ist dies aber nicht der Fall und tritt eine Diskrepanz zutage, so könnte man diese nutzen, indem man die unterbewertete Aktie kauft und die überbewertete Aktie leerverkauft.

Um mit einer Multi-Premia-Strategie auch künftig den Zielkonflikt zwischen Risiko und Ertrag zu meistern, sind regelmäßige Analysen nötig. Außerdem müssen neue Faktorprämien ermittelt werden – entweder durch neue Ideen oder neu verfügbare Daten.

Wenn man unterschiedliche Faktorprämien über viele Assetklassen und Instrumente nutzt, sind nicht nur attraktive Erträge mit akzeptablen Kapitalkosten möglich. Solche Strategien korrelieren üblicherweise auch weniger mit anderen Assets.

Diese geringe Korrelation kann in turbulenten Marktphasen zu einer guten Performance der Strategie beitragen. Hätte ein Versicherungsunternehmen diese Strategie beispielsweise während der weltweiten Finanzkrise 2008 oder während der Schuldenkrise der Emerging Markets 1998 genutzt, wäre es vielleicht möglich gewesen, das Kapital zu erhalten.<sup>1</sup>

Kapitalerhalt ist in turbulenten Marktphasen möglich, weil der Fonds eine neutrale Marktposition einnimmt – dies wird aber nicht garantiert. Wenn die Fundamentaldaten beispielsweise auf einen potenziellen Mehrertrag von Unternehmen A gegenüber Unternehmen B hindeuten, könnte eine Strategie 10 Millionen EUR in eine Longposition bei A und denselben Betrag in eine Shortposition bei B investieren.

Falls die beiden Aktienpositionen auf 11 bzw. 10,5 Millionen EUR steigen, macht der Fonds einen Gewinn von 0,5 Millionen EUR. Wenn der Markt aber um 20 % fällt und beide Aktien gleichermaßen sinken, geht der Wert beider Positionen auf 8 Millionen EUR zurück. Der Gewinn der Shortposition kompensiert den Verlust der Longposition und trägt so zum Kapitalerhalt in turbulenten Märkten bei.

Eine solche Strategie scheint sehr verlockend. Schließlich ermöglicht sie – bei akzeptablen Kapitalkosten – höhere Erträge als andere Investments und schützt das Kapital bei Abschwüngen.

Natürlich ist es nicht so einfach, diese Ziele zu erreichen. Nur ein Asset-Management-Unternehmen mit umfassenden Ressourcen kann international auf liquiden Märkten investieren und permanent neue Quellen für Faktorprämien ermitteln.

Versicherer könnten sogar von den zusätzlichen aufsichtsrechtlichen Vorschriften am Bankensektor profitieren. Viele, die dort Faktorprämien nutzen wollten, haben den Markt verlassen. Nach unserer Einschätzung ergeben sich dadurch zusätzliche Chancen auf Bewertungsvorteile.

Bei dieser Strategie besteht das Risiko des Kapitalverlusts und es wird keine Garantie abgegeben, dass die hier beschriebenen Ziele der Investmentstrategie erreicht werden.

---

<sup>1</sup> Quelle: AXA IM Chorus.



#### Rechtliche Hinweise:

Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbematerial und um kein investmentrechtliches Pflichtdokument.

Wir weisen darauf hin, dass dieses Dokument nicht den Anforderungen der jeweils anwendbaren Richtlinie 2004/39/EG bzw. 2014/65/EU (MiFID/MiFID II) und der zu dieser ergangenen Richtlinien und Verordnungen entspricht. Das Dokument ist damit für jegliche Form des Vertriebs, der Beratung oder der Finanzdienstleistung gegenüber Privatanlegern nicht geeignet und ausschließlich für professionelle Kunden, welche das Dokument direkt von der AXA Investment Managers Deutschland GmbH (AXA IM) / ihren verbundenen Unternehmen erhalten, bestimmt und streng vertraulich zu behandeln. Dieses Dokument und die in diesem enthaltenen Informationen dürfen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von AXA Investment Managers Deutschland GmbH / mit ihr verbundenen Unternehmen weder ganz noch auszugsweise weitergegeben werden.

SCR- und Ertragsgrafik (nur zur Illustration): Erwartete Erträge unter der Annahme, dass die Rendite über ein Jahr stabil bleibt. Anleiherträge auf Grundlage der Yield-to-Worst, also der erzielbaren Mindestrendite, wenn es nicht zu einem Zahlungsausfall kommt. Jahreserträge der Loans berechnet als EURIBOR zzgl. aller Performancedaten: abgesichert in Euro und vor Abzug von Gebühren. Mindestkapitalanforderung (SCR) berechnet mit UBS Delta, einem Portfolioanalyse- und Risikomanagementprogramm, mit dem man Risiken und Performance von Anleihen, Rohstoffen, Aktien und Währungen messen kann. Die Berechnung der SCR bezieht sich möglicherweise auf eine repräsentative Anteilsklasse. SCR-Berechnung auf Grundlage der Referenzwährung des Portfolios (ersichtlich aus der SCR-Tabelle). Alle Angaben stammen von AXA IM und wurden nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Sie enthalten aber Informationen, Annahmen und vereinfachte Berechnungen auf Grundlage von Einschätzungen und Analysen, die von Natur aus subjektiv sind. Das gilt insbesondere für das Verständnis und die Interpretation der technischen Inhalte der von der Europäischen Kommission in Auftrag gegebenen fünften Quantitative Impact Study zum Regelwerk Solvency II, die am 5. Juli 2010 veröffentlicht wurde. Deshalb möchte AXA IM betonen, dass die Annahmen, Projektionen, Vereinfachungen und Interpretationen, auf denen die hierin enthaltenen Informationen beruhen, unrichtig und/oder unvollständig sein können. AXA IM gibt keine Garantie, weder für ihre künftige Entwicklung noch für ihre Richtigkeit und ihre Aktualität am Tag der Veröffentlichung dieses Dokuments. Die Informationen beruhen auf Marktinformationen, die bei der Erstellung dieses Dokuments verfügbar waren. Sie wurden von AXA IM weder verifiziert noch geprüft. Ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit werden von AXA IM weder garantiert noch erklärt. Man sollte sich nicht auf diese Informationen verlassen. Die Duration einiger Anlageinstrumente wie CLOs und Loans können auf einer von AXA IM festgelegten gewichteten durchschnittlichen Restlaufzeit beruhen. Duration von Festzinsinstrumenten mit impliziten Optionen auf Grundlage der mit UBS Delta berechneten erwarteten Duration. Die folgenden Anlageinstrumente wurden mit UBS Delta als synthetische Anleihen modelliert: ILS, Loans, CLOs, CDOs, CLNs, PS, ABS und festverzinsliche Kurzläufer.

Die im vorliegenden Dokument enthaltenen Informationen stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf von Fondsanteilen oder zur Inanspruchnahme einer Dienstleistung dar. Die Angaben in diesem Dokument sind keine Entscheidungshilfe oder Anlageempfehlung, (aufsichts-)rechtliche oder steuerliche Beratung durch AXA Investment Managers Deutschland GmbH bzw. mit ihr verbundene Unternehmen ("AXA IM DE"), sondern werden ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Auf der alleinigen Grundlage dieses Dokuments dürfen keine Anlage- oder sonstigen Entscheidungen gefällt werden.

Vor jeder Transaktion sollte eine ausführliche und an der individuellen Kundensituation ausgerichtete Anlageberatung unter Berücksichtigung der steuerlichen Belange und aller einschlägigen Risiken erfolgen. Im Rahmen dieser Beratung werden Sie u. a. über die Kosten und Gebühren, die mit dem Erwerb eines Fonds verbunden sind, aufgeklärt. Es wird darauf hingewiesen, dass AXA Investment Managers Deutschland GmbH und/oder mit ihr verbundene Unternehmen bei der Erbringung von Wertpapierdienst- und Wertpapiernebenleistungszuwendungen (Provisionen, Gebühren oder sonstige Geldleistungen sowie alle geldwerten Vorteile) annehmen und/oder gewähren können.

Die in diesem Dokument von AXA IM DE zur Verfügung gestellten Informationen, Daten, Zahlen, Meinungen, Aussagen, Analysen, Prognose- und Simulationsdarstellungen, Konzepte sowie sonstige Angaben beruhen auf unserem Sach- und Kenntnisstand zum Zeitpunkt der Erstellung. Die genannten Angaben können jederzeit ohne Hinweis geändert werden und können infolge vereinfachter Darstellungen subjektiv sein. Soweit die in diesem Dokument enthaltenen Daten von Dritten stamme übernehmen AXA IM DE für die Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität und Angemessenheit dieser Daten keine Gewähr, auch wenn nur solche Daten verwendet werden, die als zuverlässig erachtet werden. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen wird von AXA IM DE nicht übernommen.

Unternehmenserfolge und Wertentwicklungsergebnisse der Vergangenheit bieten keine Gewähr und sind kein Indikator für die Zukunft. Wert und Rendite einer Anlage können steigen und fallen und werden nicht garantiert.

**Nur für professionelle Kunden / nicht für Privat-/Kleinanleger**

Stand: 08.03.2018