

---

# Ein zweigeteiltes Jahr in Europa, USA vollziehen Gratwanderung in Sachen Inflation

---

Europäische Aktien | Februar 2025

---



**Paul Doyle**  
Head of Large Cap European Equities

- **In Europa werden die Margen im ersten Halbjahr unter Druck stehen, aber der Gegenwind dürfte abflauen**
- **Die US-Notenbank ist aufgrund des „Bear Steepening“ der Renditekurve restriktiv, während Zölle das Wachstum und die Inflation ankurbeln könnten**
- **Die europäische und die amerikanische Politik könnten sich in entgegengesetzte Richtungen bewegen. Die niedrigen Bewertungen in Europa könnten trotz des auf kurze Sicht schwachen Wachstums, der Sorgen um den Handel und der sinkenden Gewinnspannen zu einer Outperformance führen. Nun könnte ein guter Kaufzeitpunkt sein**

## **USA**

Anfang 2023 und 2024 lagen die Erwartungen für das reale BIP-Wachstum in den USA bei 0,3% bzw. 1,3%. Der Aktienmarkt erlebte einen Boom, da die Erwartungen nach oben korrigiert wurden. 2025 übersteigt das erwartete US-Wachstum erstmals seit 2022 wieder die Marke von 2%. Nur wenige halten eine Rezession für möglich.

Die Bankeinlagen haben wieder das vor der Pandemie verzeichnete Niveau erreicht. Geldmarktfonds sind gewachsen, werden aber in der Regel von sehr vermögenden Anlegern gehalten. Privathaushalte werden ihre Ausgaben kürzen müssen, wenn die Einlagen nicht noch weiter sinken sollen. Der Anteil der Geldmarktfonds an der Marktkapitalisierung des S&P 500 ist so niedrig wie seit 2000 nicht mehr: Die Liquidität mag auf absoluter Basis hoch ausfallen, im Vergleich zum Aktienmarkt zeichnet sich aber ein anderes Bild.

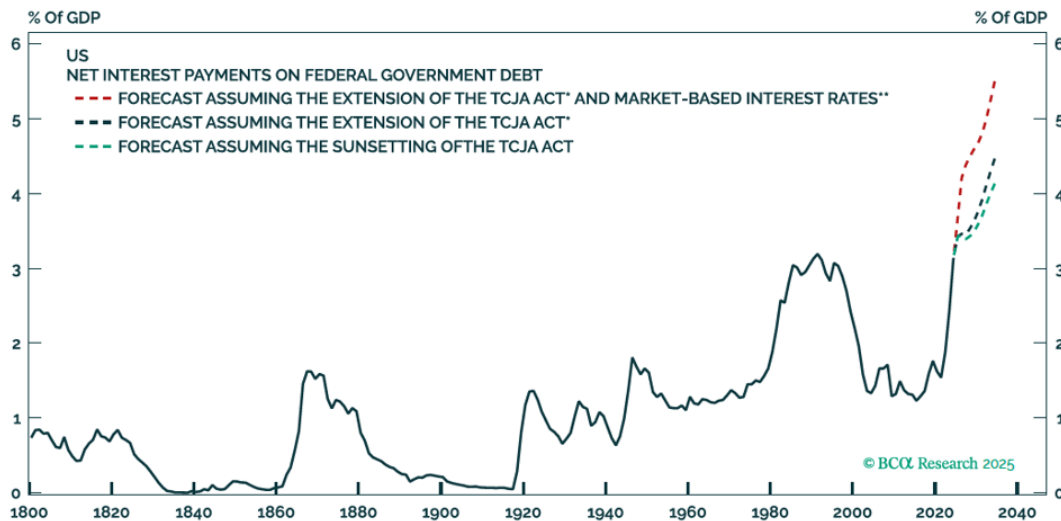
Trotz annähernder Vollbeschäftigung liegen die Zahlungsrückstände bei Kreditkarten und Autokrediten auf dem höchsten Stand seit 2011, als die Arbeitslosenquote doppelt so hoch war wie heute. Die Verbraucherkredite sind rückläufig. Trotz starker Beschäftigungszahlen im Dezember geht die Zahl der vermittelten Stellen weiter zurück. Die Zahl der Arbeitslosen, die einen festen Arbeitsplatz verloren haben, ist gegenüber der Zeit vor der Pandemie um 50% gestiegen, und die durchschnittliche Dauer der Arbeitslosigkeit ist auf elf Wochen angestiegen.

Gleichzeitig schwächelt der Immobilienmarkt, da die Hypothekenzinsen bei 7% liegen. Die Zahl der im Bau befindlichen Wohneinheiten ging 2024 um 15% zurück, während der Bestand an fertiggestellten Immobilien 55% höher ausfällt als vor der Pandemie. Die Fertigstellung von Wohnungen übersteigt inzwischen die Zahl der Baubeginne, und die Nachfrage ist schwach. Die Aktienkurse von US-Wohnungsbaugesellschaften stürzen ab.

Dies wirkt sowohl dem Ziel der US-Notenbank (Fed), die Inflation zu senken, als auch dem Ziel von Präsident Trump, den Dollar zu schwächen, entgegen. Der Verbraucherpreisindex und der Erzeugerpreisindex in den USA lagen im Dezember auf einem hohen Stand, während die Wohnungskosten – der hartnäckigste Inflationstreiber – gesunken sind. Die privaten Konsumausgaben (PCE) und der Kern-PCE – die von der Fed bevorzugten Messgrößen für die Inflation – liegen unter den Erwartungen. Die Inflation ist rückläufig. Die Märkte erwarten für 2025 allerdings nur Zinssenkungen um insgesamt 50 Basispunkte (Bp.). Gleichzeitig stieg die Rendite für 30-jährige Anleihen im Jahr 2024 um 75 Bp. und fiel die Rendite 1-jähriger Papiere um 63 Bp. – ein sogenanntes „Bear Steepening“. Eine solche Entwicklung war seit 1960 nur viermal zu beobachten und ging stets mit schweren finanziellen Schocks einher.

Als Reaktion auf das Bear Steepening ist die Fed im Dezember auf eine restriktive Haltung umgeschwenkt und befindet sich damit auf Kollisionskurs mit Trump. Die Laufzeitprämien sind gestiegen, und der Markt signalisiert, dass die Wirtschaft höhere langfristige Zinssätze verkraften kann. Eine Erklärung dafür könnte der „Amerikanische Exzeptionalismus“ sein, demzufolge die USA höhere Zinsen verkraften können, China und Europa dagegen nicht. Bei nahezu Vollbeschäftigung plant Trump Steuersenkungen. Die Anleger werden daher eine Entschädigung für das Inflationsrisiko verlangen. Allerdings emittierte das US-Finanzministerium 2024 Schuldtitel im Wert von 4,5 Bio. USD, da die Fed ihre Bilanz verkleinerte, was das Angebot für die Anleger vergrößerte. Das Staatsdefizit liegt nun bei 7%, und die Kosten dieser Verschuldung sind von 1,3% des BIP im Jahr 2016 auf über 3% gestiegen (Abbildung 1). Wenn Trump die auslaufenden Steuersenkungen aus seiner ersten Amtszeit verlängert, werden die Zinszahlungen innerhalb von zehn Jahren auf 6% des BIP ansteigen und damit ein Drittel der Staatseinnahmen aufzehren.

Abbildung 1: Schuldenlast wird durch Steuersenkungen drastisch steigen



Quelle: US Congressional Budget Office/Office of Management and Budget/IWF/Bloomberg, Januar 2025

Vor seinem Amtsantritt drängte Trump darauf, die Schuldenobergrenze für 2025 aufzuheben, um zusätzliche Steuersenkungen zu ermöglichen. 38 republikanische Kongressabgeordnete stimmten jedoch dagegen. Die Schuldenobergrenze bleibt also bestehen und der Staat bleibt finanziert. Höhere Schulden würden die Inflation anheizen, und eine Inflations-/Haushaltskrise würde eine Wiederwahl der Republikanern im Repräsentantenhaus im Jahr 2026 nicht begünstigen. Als Trump 2016 zum ersten Mal zum Präsidenten gewählt wurde, lagen die Anleiherenditen bei 1,5%. Mittlerweile sind es 4,5%.

Ein weiteres Problem ist der starke Dollar. Die Aufwertung geht auf den Amerikanischen Exzeptionalismus und die erwarteten Zöllen zurück. Dies steht jedoch im Widerspruch zu Trumps Ziel, das verarbeitende Gewerbe in den USA wettbewerbsfähig zu machen – ironischerweise macht die Euphorie über das US-Wachstum dies weniger wahrscheinlich. Der Anstieg der langfristigen Renditen wird etwaige Senkungen der kurzfristigen Zinsen ausgleichen. Außerdem werden dadurch Steuersenkungen unwahrscheinlicher, da die Kosten für den Schuldendienst steigen. Die US-Zinsen müssen also sinken. Dies ist aber keinesfalls sicher. Hohe Erwartungen an das US-Wachstum sind daher weniger wahrscheinlich – ganz im Gegensatz zu 2023 und 2024, als sich das Wachstum beschleunigte und der Aktienmarkt trotz niedriger Erwartungen jedes Jahr um mehr als 20% zulegte.

Hohe Zölle zu Beginn der Amtszeit werden das Wachstum und die Inflation anheizen und zu einer schmerzhaften Anpassung der Lagerbestände führen. Überall auf der Welt sind Regierungen aufgrund der Inflationsentwicklung aus dem Amt gejagt worden. Also kann sich auch Trump dies nicht leisten. Wenn die Inflation über dem Zielwert liegt, kann nur eine Unterschreitung für eine Neubewertung der Erwartungen sorgen. Da eine Inflation von weniger als 2% unwahrscheinlich ist, dürften die Erwartungen steigen.

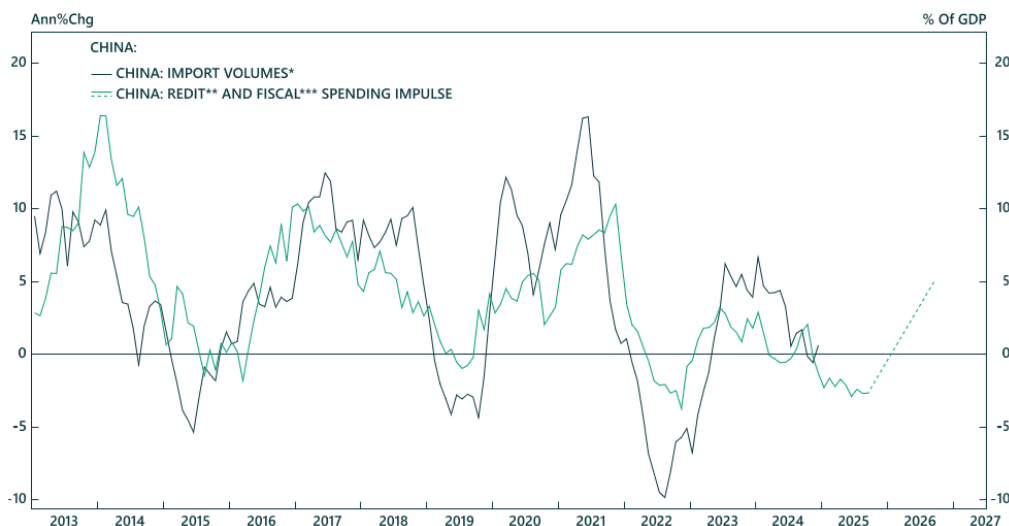
Die Bank of Japan hat jahrelang versucht, die Inflation auf 2% zu bringen, und ist damit gescheitert. Nun könnte sie es aber schaffen, indem sie ihre Nullzinspolitik beendet. Dies mag unwichtig erscheinen, Japan stellt aber eine wichtige Quelle für die weltweite Liquidität dar, da

die Japaner im Ausland Ausschau nach angemessenen Cash-Renditen halten, was sich auf die Bewertungen anderer Anlageklassen auswirkt. Die Gewinnrendite (Bewertung) des US-Technologiesektors hat sich 2022 von der realen Anleiherendite am Heimatmarkt gelöst und sich an das negative Äquivalent in Japan gekoppelt. Als im August 2024 dann der Yen aufwertete, gaben US-Technologieaktien nach. Sollte Japan tatsächlich seine Nullzinspolitik einstellen, wird die Liquidität aufgrund des Anstiegs der Realrenditen sinken und die Bewertungen von US-Technologieaktien beeinträchtigen.

## Europa

Die europäische Wirtschaft wird sich im ersten Halbjahr 2025 aufgrund der Schwäche in China nicht erholen. Obwohl die chinesische Regierung die fiskalischen und geldpolitischen Zügel gelockert hat, schrumpfen die fiskalpolitischen und die Kreditimpulse in China auf 2,5% des BIP. Das bedeutet, dass die Importe zum Leidwesen Europas zurückgehen werden. Selbst wenn sich die Konjunktur in China erholen sollte, würde Europa erst später davon profitieren; allerdings würden die Aktienmärkte darauf reagieren (Abbildung 2).

Abbildung 2: Vor Ende 2025 kein positiver „China-Effekt“ zu erwarten



Quelle: BCA Research, 2025. \*Dargestellt als gleitender Sechsmonatsdurchschnitt, China Customs. \*\* Kumulierte Gesamtfinanzierung ohne Eigenkapitalfinanzierung und Ausgabe von Kommunalobligationen, einschließlich LGFV-Swap 2015-18. \*\*\*Allgemeiner (zentraler und lokaler) Staat, Ausgaben staatlich verwalteter Fonds und des speziellen Infrastrukturfonds 2015-17.

Die europäische Finanzpolitik bleibt restriktiv: Die Europäische Kommission geht davon aus, dass es 2024 zu einem Rückgang um 0,5% gekommen ist. Die Belastung wird dieses Jahr nicht so groß sein, aber sie wird das Wachstum im ersten Halbjahr bremsen. In Frankreich werden so viele Insolvenzen verzeichneten wie noch nie zuvor, und auch in Deutschland und den Niederlanden steigt ihre Zahl. Der deutsche Ifo-Geschäftsklimaindex ist auf das während der Covid-Pandemie oder der globalen Finanzkrise verzeichnete Niveau gefallen. Darüber hinaus gehen die geplanten Investitionen parallel zum schwachen BIP zurück, was durch die Zolllängste noch verstärkt wird. Da sich die Beschäftigungslage auch in Europa verschlechtert, kann der dortige private Konsum die Schwäche in China nicht ausgleichen. Die Beschäftigungskomponente des zusammengesetzten Einkaufsmanagerindex liegt unter 50 und

ist rückläufig, und das Lohnwachstum verlangsamt sich. Dies bedeutet, dass das reale Lohnwachstum bis zum Jahresende bei null liegen könnte, was zu geringeren Verbraucherausgaben und einem schrumpfenden BIP führen würde. Die Finanzlage der Verbraucher ist jedoch solide: Die Verschuldung im Privatsektor sank von 180% des BIP im Jahr 2021 auf 154% Ende 2024. Anders als während der Eurozonenkrise fallen die Bilanzen der Banken solide aus, sodass kein Grund für eine verminderte Kreditvergabe an private Haushalte besteht.

Das zweite Halbjahr dürfte sich positiver gestalten. Die sinkende Kapazitätsauslastung und der nachlassende Preisdruck ermöglichen es der Europäischen Zentralbank, die Zinsen auf 1-1,5% zu senken. Angesichts der starken Bilanzen im Privatsektor und der bevorstehenden Zinssenkungen wird eine Senkung unter das neutrale Inflationsniveau die Nachfrage anregen und den Euro schwächen. Da die europäischen Exporte und das verarbeitende Gewerbe beinahe doppelt so viel Bruttowertschöpfung und Beschäftigung generieren wie in den USA, schadet ein Handelskrieg Europa mehr als den Vereinigten Staaten. In solchen Phasen wertet der Euro in der Regel ab, was auch in der ersten Amtszeit Trumps der Fall war (Abbildung 3). Zuflüsse in die USA und ein steigender Dollar erhöhen die Kapitalkosten und verschärfen die globalen Finanzierungsbedingungen.

Abbildung 3: Europa reagiert anfällig auf Unsicherheit



Quelle: BCA Research/Baker, Bloom und Davis, 2024

Sobald der Gegenwind nachlässt, wird sich der Ausblick für europäische Aktien aufhellen. Europa leidet unter schwachen Gewinnen und Produktivität, der Sparpolitik, dem

Schuldenabbau, einem Energieschock und politischer Unsicherheit. Während die Kreditaufnahme in den USA nicht im selben Maße fortgesetzt werden kann, ist der Schuldenabbau der europäischen Banken abgeschlossen. In Europa dürfte es aufgrund der Investitionen in LNG-Terminals zu einer Gasschwemme kommen. Die Politik könnte sich in den USA und in Europa letztlich in entgegengesetzte Richtungen bewegen; angesichts der niedrigen Bewertungen europäischer Aktien könnte dies zu einer Outperformance führen. Doch zunächst einmal sind das niedrige nominale Wachstum, die Angst vor einem Handelskrieg und die sinkenden Margen, die auf die Erträge drücken (was eine Kaufgelegenheit darstellen könnte), zu bewältigen.

Seit 2007 sind europäische Aktien um 280% hinter US-Aktien zurückgeblieben. Die Probleme in der Region sind bekannt: niedrige Produktivität, geringe Investitionen, zu wenig Innovation und hohe Energiepreise. Dies hat die Gewinne geschmälert, die Investitionsausgaben sinken lassen und das Geschäftsmodell Deutschlands (billige russische Energie, die die Exporte nach China anheizt) untergraben. Und trotz der EU ist Europa immer noch zersplittert. Schätzungen des IWF zufolge entsprechen die nichttarifären Handelshemmnisse in der EU einer Warensteuer von 44%; im inneramerikanischen Handel liegt der entsprechende Wert bei 15%. Bei Dienstleistungen sind die Kosten noch höher: 110%. Die europäischen Unternehmen haben also Schwierigkeiten, die Größenvorteile für Investitionen sowie Forschung und Entwicklung nutzen. Sie sind stärker von Bankfinanzierungen abhängig als in den USA, wo die Kapitalmärkte größer sind (70% gegenüber 26%). Da europäische Banken außerdem risikoscheuer sind, weist Europa eine höhere Risikoprämie auf. Im Vorfeld der globalen Finanzkrise schnitten europäische Aktien um 60% besser ab als ihre US-amerikanischen Pendanten (Abbildung 4). Die Gefahr eines Handelskriegs belastet jedoch die Kurse europäischer Vermögenswerte. Daher ist nur schwer vorstellbar, dass die Investitionen oder die Forschung und Entwicklung anziehen. Dies ist die bittere Erkenntnis, die Europa benötigt, um die Regulierung zu vereinfachen, die Marktfragmentierung zu verringern und einer Kapitalmarktunion näher zu kommen. Ein Überangebot an LNG, das die europäische Gasversorgung über Pipelines ersetzt, wird die Energiepreise senken und Gewinne für Reinvestitionen generieren.

Abbildung 4: Früher erzielte Europa trotz schwächerer Produktivität eine massive Outperformance



Quelle: MSCI/BCA Research, 2025

Darüber hinaus ist China inzwischen nicht nur ein Exportmarkt, sondern auch ein wichtiger Konkurrent für Europa. Vor einem Jahrzehnt lagen Chinas Chemieexporte bei 15% der deutschen Ausfuhren, mittlerweile sind es 40%. China avancierte 2020 zum größten Autoexporteur der Welt. Trotz der Zölle kosten chinesische Elektrofahrzeuge 30% weniger als europäische Modelle und verfügen zudem über bessere Software.

### VK

Im Vereinigten Königreich hält sich die Inflation im Dienstleistungssektor hartnäckig bei 3,9%, während das Lohnwachstum hoch bleibt. Weniger offene Stellen und sinkende Inflationserwartungen bedeuten, dass sich das Lohnwachstum verlangsamen wird. Dies deutet darauf hin, dass die Bank of England die Zinsen stärker senken wird als erwartet. Die Kerninflation hat aufgrund der Mieten das Ziel überschossen, scheint sich aber abzuschwächen – der Mietanstieg am privaten Markt hat sich von 11% auf 2,2% im November 2024 verlangsamt. Im Vereinigten Königreich liegt das Wachstum bei null und fallen die Zinsen höher als in den USA, wo beinahe Vollbeschäftigung herrscht. Die Zinsen im Vereinigten Königreich dürften künftig stark sinken.

### Fazit

Die Stimmung gestaltet sich positiv: Analysten erwarten für 2025 in den USA ein zweistelliges Gewinnwachstum sowie eine Steigerung der rekordhohen Gewinnspannen um 100 Bp. Anfang 2024 schätzte Bloomberg, dass die Hälfte aller Analysten eine Rezession erwartete; mittlerweile tut das fast niemand mehr. Die Erwartungen für das BIP-Wachstum fielen 2024 aus bescheiden, dennoch wuchs die Wirtschaft um beinahe 2,4%. Nun liegen die Wachstumserwartungen für 2025 bei über 2%, könnten aber verfehlt werden. Die Gewinnerwartungen sind hoch angesetzt. Die Bewertung des US-Aktienmarktes steht in keinem

Verhältnis zu den realen Renditen. Europa sieht sich mit Gegenwind in Form von geringem nominalem Wachstum, Angst vor einem Handelskrieg und sinkenden Margen, die auf die Erträge drücken, gegenüber, der Ausblick für das zweite Halbjahr und darüber hinaus verbessert sich jedoch. Dies könnte eine Kaufgelegenheit in Europa darstellen und zu einer neuerlichen Outperformance führen.

Sofern nicht anders angegeben, sind alle Daten von Bloomberg. Stand: Januar 2025





### **Wichtige Hinweise**

**Diese Informationen richten sich ausschließlich an institutionelle Investoren der genannten Region. (Nutzung durch oder Weitergabe an Privatkunden verboten). Für Vermarktungszwecke bestimmt.**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist nicht repräsentativ für eine bestimmte Anlage. Dies stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten und keine Anlageempfehlung oder Dienstleistung dar. Anlagen sind mit Risiken verbunden, unter anderem mit dem Risiko eines Kapitalverlusts. Ihr Kapital unterliegt einem Risiko. Marktrisiken können einzelne Emittenten, Wirtschaftssektoren, Branchen oder den gesamten Markt betreffen. Der Wert von Anlagen ist nicht garantiert, und Anleger erhalten den ursprünglich investierten Betrag unter Umständen nicht zurück. Anlagen im Ausland können aufgrund politischer und wirtschaftlicher Instabilität, schwankender Wechselkurse sowie abweichender Finanz- und Rechnungslegungsstandards bestimmte Risiken beinhalten und volatil sein. Die in diesem Dokument genannten Wertpapiere dienen nur der Veranschaulichung und können sich ändern. Ihre Nennung ist nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung zu verstehen. Die beschriebenen Wertpapiere können sich als rentabel oder unrentabel erweisen. Die zum Ausdruck gebrachten Ansichten entsprechen dem Stand zum angegebenen Zeitpunkt und können sich ändern, wenn sich die Marktbedingungen oder andere Bedingungen verändern. Darüber hinaus können sie sich von Ansichten anderer Geschäftspartner oder Tochtergesellschaften von Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle) unterscheiden. Tatsächliche Anlagen oder Anlageentscheidungen, die von Columbia Threadneedle und ihren Tochtergesellschaften auf eigene Rechnung oder im Namen von Kunden getätigt oder getroffen werden, spiegeln die zum Ausdruck gebrachten Ansichten unter Umständen nicht wider. Die Angaben in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar und die individuelle Situation einzelner Anleger wird darin nicht berücksichtigt. Anlageentscheidungen sollten stets auf Grundlage des besonderen finanziellen Bedarfs, der Ziele, des Zeithorizonts und der Risikotoleranz eines Anlegers getroffen werden. Die beschriebenen Anlageklassen sind unter Umständen nicht für alle Anleger geeignet. Wertentwicklungen der Vergangenheit sollten nicht als Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung aufgefasst werden und Prognosen stellen keine Garantie dar. Von Dritten bereitgestellte Informationen und Einschätzungen stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden, ihre Genauigkeit oder Vollständigkeit kann jedoch nicht garantiert werden. Dieses Dokument und seine Inhalte wurden von keiner Aufsichtsbehörde geprüft.

**In Australien:** Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [„TIS“], ARBN 600 027 414. TIS ist von der Vorschrift, für die von ihr für „Wholesale-Kunden“ in Australien erbrachten Finanzdienstleistungen eine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen gemäß des Corporations Act 2001 (Cth) zu halten, befreit und stützt sich hierbei auf Class Order 03/1102. Dieses Dokument darf in Australien nur an „Wholesale-Kunden“ im Sinne der Definition in Section 761G des Corporations Act verteilt werden. TIS unterliegt in Singapur (Registrierungsnummer: 201101559W) der Bankenaufsicht der Monetary Authority of Singapore gemäß Securities and Futures Act (Chapter 289), der von australischem Recht abweicht.

**In Singapur:** Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapur 239519, reguliert in Singapur von der Monetary Authority of Singapore im Rahmen des Securities and Futures Act (Chapter 289). Registrierungsnummer: 201101559W. Dieses Dokument wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore geprüft.

**In Hongkong:** Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hongkong, von der Securities and Futures Commission („SFC“) für die Ausführung regulierter Tätigkeiten vom Typ 1 lizenziert (CE:AQA779). Eingetragen in Hongkong unter der Companies Ordinance (Chapter 622), Nr. 1173058.

**In Japan:** Herausgegeben von Columbia Threadneedle Investments Japan Co, Ltd. Financial Instruments Business Operator, The Director-General of Kanto Local Finance Bureau (FIBO) Nr. 3281, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association sowie im Verband der Wertpapiergesellschaften vom Typ II.

**Im Vereinigten Königreich:** Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited, Nr. 573204, und/oder Columbia Threadneedle Management Limited, Nr. 517895, jeweils eingetragen in England und Wales und von der Financial Conduct Authority im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert.

**Im EWR:** Herausgegeben von Threadneedle Management Luxembourg S.A., eingetragen im Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) unter der Nr. B 110242 und/oder Columbia Threadneedle Netherlands B.V., reguliert von der Autoriteit Financiële Markten (AFM), eingetragen unter der Nr. 08068841.

**In der Schweiz:** Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services AG, eingetragene Adresse: Claridenstrasse 41, 8002 Zürich, Schweiz.

**Im Nahen Osten:** Dieses Dokument wird von Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited verteilt, die von der Dubai Financial Services Authority (DFSA) reguliert wird. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Finanzberatung dar und sind ausschließlich für Personen mit entsprechenden Anlagekenntnissen bestimmt, welche die aufsichtsrechtlichen Kriterien für professionelle Anleger oder Marktkontrahenten erfüllen, und dürfen von keiner anderen Person als Entscheidungsgrundlage verwendet werden. Dieses Dokument und sein Inhalt sowie alle anderen Informationen oder Einschätzungen, die Ihnen später übermittelt werden, sind streng vertraulich und ausschließlich zur Nutzung durch die Teilnehmer der Präsentation bestimmt. Eine Vervielfältigung in jedweder Form oder eine Weitergabe an Dritte ohne die ausdrückliche Genehmigung von CTIME ist verboten. Durch die Entgegennahme dieser Präsentation erkennen Sie an, dass sie weder ganz noch teilweise kopiert oder vervielfältigt werden darf und dass der Inhalt nicht an andere Personen weitergegeben werden darf.

Dieses Dokument kann Ihnen von einem verbundenen Unternehmen bereitgestellt worden sein, das Teil der Unternehmensgruppe von Columbia Threadneedle Investments ist: Columbia Threadneedle Management Limited im Vereinigten Königreich; Columbia Threadneedle Netherlands B.V., von der niederländischen Finanzmarktaufsicht (AFM) reguliert und eingetragen unter der Nr. 08068841.

**Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe.**