
Europäische Verbesserung, nicht nur US-Schwäche

Europäische Aktien | August 2025



Paul Doyle
Head of Large Cap European Equities

- **Das US-Wachstum wurde herabgestuft und die Arbeitslosigkeit ist gestiegen, wenn auch weniger als bei früheren Abschwüngen. Die Arbeitskräfte sind aufgrund von Frühpensionierungen und einer geringeren Einwanderung knapp.**
- **Die USA sind eher aufgrund von Arbeitskräfteengpässen als einer schwachen Nachfrage einem Stagflationsrisiko ausgesetzt.**
- **Europa hat die Post-Covid-Stagflation hinter sich gelassen, wobei die Inflation und die Zinssätze gesunken sind, sodass sich die wirtschaftliche Leistung erholt hat.**
- **Small Caps entwickeln sich erstmals seit Jahren besser – getragen von rückläufiger Inflation, der Binnennachfrage und dem über eine Billion Euro schweren deutschen Konjunkturprogramm**

Die USA

-Wachstumserwartungen für die USA Anfang 2025 waren zu ehrgeizig. Das globale Wachstum wurde von 3 % auf 2,7 % herabgestuft, aber die USA wurden um 0,6 Prozentpunkte auf 1,5 % herabgestuft. Diese Verlangsamung hat dem Arbeitsmarkt nicht geschadet: Die Arbeitslosigkeit ist gestiegen, aber weniger als bei früheren Abschwüngen. Optimisten sagen, die USA sind mehr dienstleistungsorientiert und weniger zyklisch. Sie sagen auch, dass die Verschuldung des privaten Sektors sich gut in Grenzen hält und niedriger ist als vor der globalen Finanzkrise, wobei die Banken besser kapitalisiert sind und künstliche Intelligenz (KI) die Wirtschaft transformiert.

Obwohl die US-Verbraucher die Wirtschaft in den letzten Jahren angetrieben haben, verlangsamt sich der reale persönliche Konsum jetzt und der Immobilienmarkt ist schwächer. Die Investitionen in Wohnungsbau sind im 1. Quartal 2025 gefallen und werden im 2. Quartal weiter fallen. Die Bestände an neuen Wohnungen sind auf dem höchsten Stand seit 2009 und

die Hauspreise fallen in 60 % der US-amerikanischen Bezirke. Die Lohndaten erscheinen stark, werden aber nach unten korrigiert. Trotz der Zölle von 17 % – die höchsten seit den 1930er Jahren – ist der Handelskrieg noch nicht spürbar. Mit Ausnahme von japanischen Autos sind die Einzelhandelspreise nicht gestiegen, was darauf hindeutet, dass Unternehmen einige Zölle aufgefangen haben. Der Rest wurde jedoch von den US-Verbrauchern in Form höherer Preise getragen. Die New York Federal Reserve fand heraus, dass ein Drittel der Hersteller und fast die Hälfte der Dienstleistungsunternehmen die Zollkosten weitergegeben haben, und mehr weitergegeben werden, wenn sie dauerhaft bestehen. Dies wird die realen Einkommen schmälern.

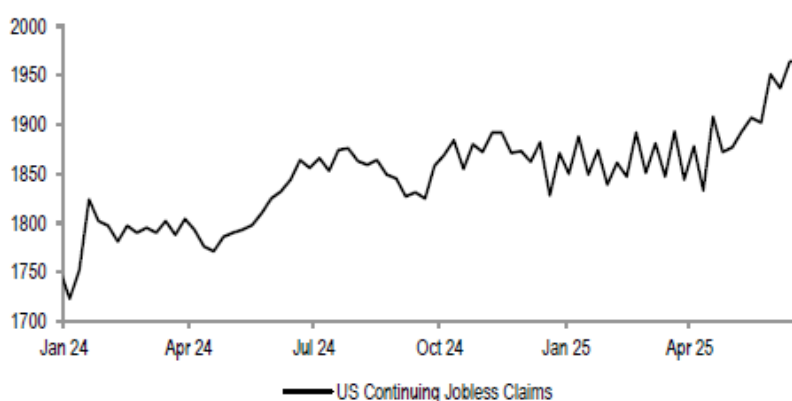
Im Juni lag der US-amerikanische CPI bei 2,7 % im Vergleich zum Vorjahr, nach 2,4 % im Mai. Der CPI-Swap-Markt legt nahe, dass die Inflation in einem Jahr 3,4 % betragen wird, was durch die Zölle in die Höhe getrieben wird. Eine höhere Inflation wirkt sich auf das Verbrauchervertrauen aus: Obwohl die Einzelhandelsumsätze im Juni angezogen sind, sind sie 0,5 % niedriger als im Dezember. Der Anstieg der Aktien seit April hat die Finanzlage entspannt und wird die Verbrauchernachfrage ankurbeln, insbesondere wenn die Zinsen gesenkt werden.

Das „One Big Beautiful“-Gesetz wird das US-Defizit um 0,8 % des BIP erhöhen. Dies könnte die Auswirkungen der Zölle abmildern, sofern der Anleihemarkt nicht rebelliert. Europa und China lockern die Geld- und Fiskalpolitik, was hilft.

Obwohl die Zollnachrichten verstanden wurden, verlangsamt sich das BIP weiterhin, und ein Anstieg der Inflation wird im zweiten Halbjahr erwartet. Die Arbeitslosigkeit sank im Juni, aber die fortlaufenden Ansprüche stiegen auf ein Dreieinhalb-Jahreshoch (Abbildung 1). Die Indikatoren des Conference Board zur Arbeitsplatzverfügbarkeit – das Verhältnis von ‚Jobs reichlich vorhanden‘ zu ‚Jobs schwer zu bekommen‘ – haben sich verschlechtert. Außerhalb des öffentlichen Sektors, des Gesundheits- und Sozialwesens stieg die Zahl der Beschäftigten nur um 15.000 Arbeitsplätze. Der Lohn-Diffusionsindex fiel unter 50, was darauf hindeutet, dass mehr Sektoren Arbeitsplätze verlieren, als dass sie neue gewinnen, während die geleisteten Arbeitsstunden im privaten Sektor ebenfalls sinken.

Abbildung 1: Ein neuer Höchststand

Fortlaufende Ansprüche USA



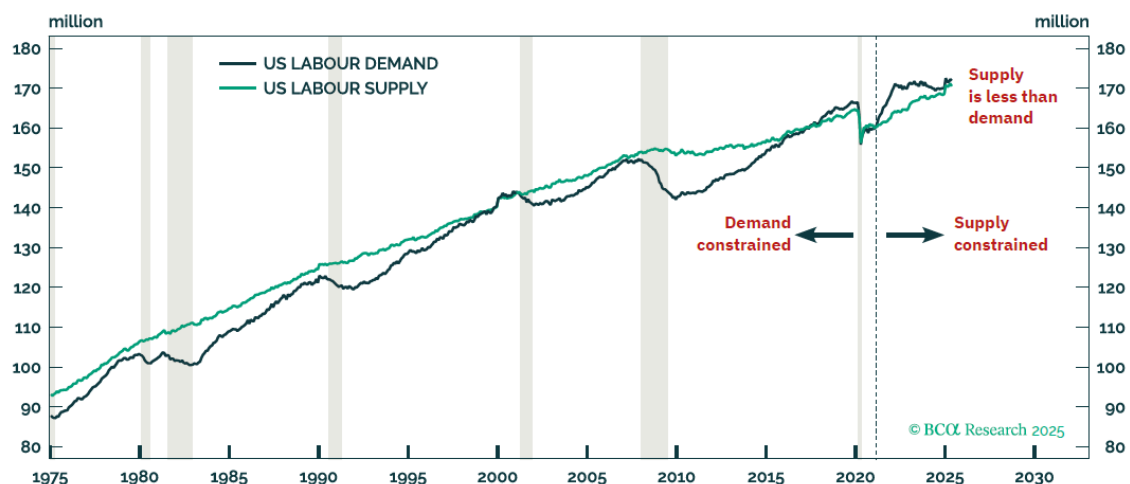
Quelle: Bloomberg Finance LP, Stand Juli 2025/BCA Research, 2025

Wenn die US-Arbeitslosigkeit um 80 Basispunkte von ihrem Tiefpunkt aus ansteigt, signalisiert dies in der Regel eine Rezession. Diesmal hat es zwei Jahre gedauert, bis es so weit kam, aber

es ist keine Rezession eingetreten. Ein Anstieg der Arbeitslosigkeit, begleitet von einer Rezession, hat in der Regel zwei Phasen: zuerst hören die Unternehmen auf, neue Mitarbeiter einzustellen, dann beginnen sie zu entlassen. Diesmal ist die zweite Phase nicht eingetreten: Die Unternehmen entlassen noch nicht, daher ist die Zahl der Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung gering. Die Arbeitgeber wissen, dass das Arbeitskräfteangebot begrenzt ist, dank der Arbeitnehmer, die während der Corona-Zeit vorzeitig in den Ruhestand gingen. Trumps hartes Vorgehen bei der Einwanderung rettet die USA vor Arbeitslosigkeit.

Der Nachteil ist, dass dieses Szenario zu einer anhaltenden Inflation – oder schlimmer noch zu einer Stagflation – führen kann, da sich das Wachstum verlangsamt, während die Inflation bei 2,5 % - 3 % bleibt. In den meisten Volkswirtschaften ist eher die Nachfrage als das Angebot beschränkt, aber nicht in den USA (Abbildung 2), denen 1,4 Millionen Arbeitnehmer fehlen. Die Ausgaben von Rentnern unterscheiden sich nicht wesentlich von denen der Arbeitnehmer, werden jedoch eher durch Ersparnisse und Renten und als durch Löhne finanziert. Die Nachfrage bleibt also hoch, während das Arbeitskräfteangebot sinkt.

Abbildung 2: In den USA besteht seit Corona ein beschränktes Angebot an Arbeitskräften; Nachfrage und Angebot an Arbeitskräften (Millionen)



Quelle: US Bureau of Labor Statistics/BCA Research, 2025. Das Arbeitskräfteangebot sind die Arbeitskräfte, die Arbeitsnachfrage sind Arbeitsplätze plus offene Stellen plus Arbeitslose in Kurzarbeit. Schattierte Bereiche bezeichnen vom National Bureau of Economic Research definierte Rezessionen.

Bis vor kurzem wurde die Lücke im Arbeitskräfteangebot von Einwanderern und Produktivitätswachstum geschlossen. Jetzt haben die USA illegale Einwanderer auf Null reduziert und damit begonnen, sie abzuschieben, was zu einer angebotsbedingten Rezession führen könnte. Damit dies geschieht, müsste das Arbeitskräfteangebot um mehr als das Produktivitätswachstum schrumpfen, das 1,5 % beträgt. Da der US-Arbeitsmarkt 170 Millionen Menschen umfasst, würde dies 2 Millionen Arbeitnehmer oder 200.000 pro Monat entsprechen. Sie werden nicht in diesem Maße abschieben, aber sinkende Erwerbstätigenquoten oder weitere Pensionierungen könnten dies auslösen. Eine Wirtschaft, die am Arbeitskräfteangebot orientiert ist, wird sich inflationär oder stagflationär entwickeln.

Es ist richtig, dass die Fed die Zinsen senkt, wenn sich die Wirtschaft wegen sinkender Nachfrage verlangsamt, da niedrigere Zinsen die Nachfrage unterstützen. Niedrigere Zinsen sind jedoch nicht das richtige Mittel, wenn die Verlangsamung auf ein stagnierendes Angebot in

einer angebotsbeschränkten Wirtschaft zurückzuführen ist. Dies liegt daran, dass Zinssenkungen die Inflation anheizen würden, ohne das Angebot zu steigern. Daher können Zinsen und Anleiherenditen in den USA nicht stark fallen.

Europa

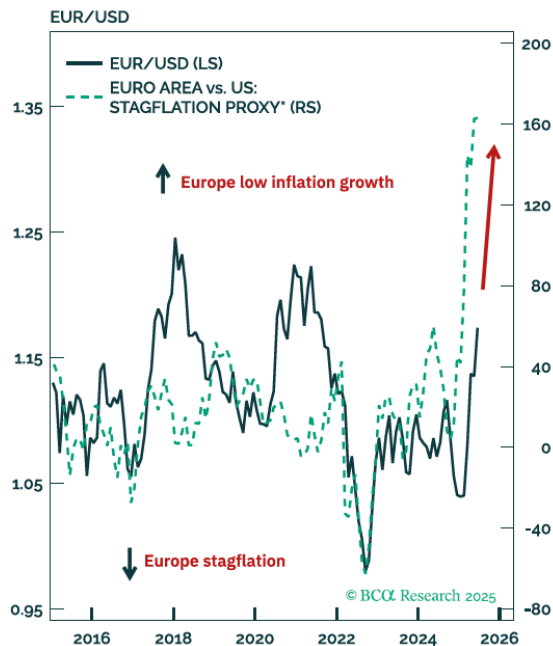
hat von vorweggenommenen Zöllen und einem erhöhten Handelsüberschuss mit den USA profitiert. Dieser Rückenwind wandelt sich jedoch in einen Gegenwind, da die deutschen Exporte in die USA einbrechen. Gewinnwarnungen europäischer Unternehmen haben aufgrund der Aufwertung des Euro um 15 % gegenüber dem Dollar begonnen. Dies begann im ersten Quartal, als die Anleger die Wachstumserwartungen vor der deutschen Wahl korrigierten. Der CDU/CSU-Wahlsieg brachte einen Impuls in Höhe von 1 Billion Euro mit sich, der mit Bedenken über die US-Zahlungsbilanz und die aggressiven Handelsmaßnahmen zusammenfiel, die die Bereitschaft von Ausländern in Frage stellten, das US-Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren.

Die Kursrichtung für den Euro/US-Dollar zeigt nach oben. Während die USA ein Leistungsbilanzdefizit von 4,6 % aufweisen, weist die Eurozone einen Überschuss von 2,3 % auf. Diese Lücke war für den Dollar kein Problem, während Ausländer in die USA strömten. Das US-Defizit war das Spiegelbild des Kapitalbilanzüberschusses, der den Dollar nach oben trieb und die Binnennachfrage finanzierte, was das Defizit verschärfte. Der Kapitalüberschuss ist gefährdet, da Anleger andere Orte für ihr Geld finden, was den Dollar nach unten drücken wird.

Die US-Verbindlichkeiten gegenüber Ausländern übersteigen die US-amerikanischen Auslandsvermögen, und die Finanzierung erfordert Kapitalzuflüsse. Europas Nettoauslandsinvestitionen stiegen von -27 % zu Beginn der Krise der Eurozone auf +8 % Ende 2024. Die politische Unsicherheit in den USA wird die Volatilität und die Risikoprämien erhöhen, was jetzt in Europa der Fall ist. Die europäischen Kapitalmärkte sind nach den USA die zweitgrößten in ihrer Tiefe, daher stärkt ein schwächerer US-Dollar den Euro.

Aber es geht nicht nur um die Dollarschwäche: Es geht um eine Verbesserung in Europa. Europa hat endlich die Stagflation nach der Pandemie beendet: Die Inflation fällt, ebenso wie die Zinssätze, was zu einer Trendwende der Wirtschaftsleistung führt. Europa kann mit Zöllen von 15 % der USA umgehen – wenn diese bestehen bleiben.

Abbildung 3: Günstiger wirtschaftlicher Regimewechsel
Euro gegenüber US-Dollar und Indikator für Stagflation



Quelle: BCA Research, Juli 2025. *Unterschied zwischen ZEW-Umfrageergebnissen zum Wachstum und Inflationserwartungen

Europa wurde zu Beginn des Ukraine-Krieges von der Energiekrise schwer getroffen, was das Wirtschaftswachstum, die Produktivität und die Unternehmensgewinne beeinträchtigte. Verlorenes russisches Gas führte zu Investitionen in die Regasifizierungs-Infrastruktur, die jetzt in Betrieb ist. Dies bedeutet, dass die Energie- und Strompreise fallen werden und die Investitionsausgaben ankurbeln, die Margen der Unternehmen erhöhen und Europas Energiekostennachteil gegenüber den USA abmildern werden. Deutschlands Abkehr von der Sparpolitik wird ebenfalls helfen, und dies umso mehr, wenn sich die Europäische Kommission zu den Verteidigungsausgaben der Eurozone verpflichtet (die NATO-Länder in Europa haben sich darauf geeinigt, die Verteidigungsausgaben ab 2035 von 2 % auf 5 % des BIP zu erhöhen).

Die Sparpolitik in Europa hat die Nachfrage, den Vermögensumschlag und die Kapitalrenditen gedämpft. Dies ist ein Grund, warum die Produktivität seit der Finanzkrise so schlecht ist. Eine tiefere Integration in den Bereichen Verteidigung, Energie oder Kapitalmärkte wird das Wachstum unterstützen und die Produktivität steigern. Während die USA unter anhaltender Inflation und einem beeinträchtigten fiskalischen Impuls leiden, verbessert sich die Schuldsituation in Europa. In den Peripherieländern ist die Verschuldung des privaten Sektors von 178 % des BIP zu Beginn der Eurokrise im Jahr 2011 auf 103 % gesunken. Dies war der Stand, als der Euro im Jahr 2002 eingeführt wurde, und ein Ende des Schuldenabbaus sollte bedeuten, dass sich die Binnennachfrage erholen kann. Die Lohnstückkosten sind zwischen Kern- und Peripheriegebieten Europas zurückgegangen. Die Leistungsbilanzdefizite der Letzteren sind verschwunden, was den Druck auf den Euro vermindert, sodass sich die Staatsanleihen-Spreads verringern können. Europäische Aktien schnitten im 1. Quartal besser ab als die US-amerikanischen, gaben jedoch einen Teil davon wieder ab, da die Stärke des Euro die Erträge beeinträchtigte.

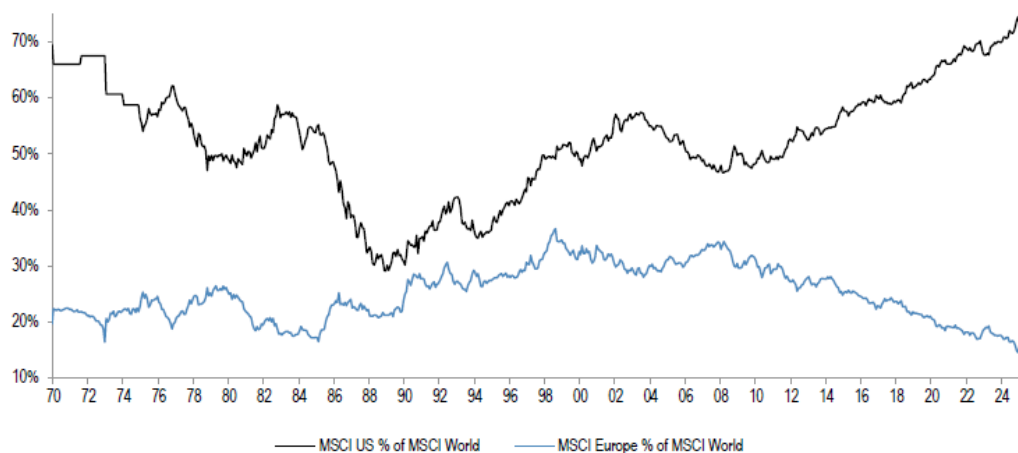
Die Europäische Zentralbank (EZB) hat die Zinsen im Juli stabil gehalten, und der Konsens erwartet nur eine weitere Senkung. Aber die Inflation sinkt weiterhin und nähert sich 2 %, wobei der starke Euro die Importpreise nach unten drückt. Chinas Überkapazitäten bedeuten, dass das Land Deflation exportiert, während der Zoll von 15 % auf europäische Exporte in die USA die Investitionsausgaben und die Preisgestaltung belasten wird. Also könnten wir zwei weitere Senkungen bekommen.

Das Lohnwachstum verlangsamt sich – der Lohnindex der EZB ist von 5,6 % auf 1,6 % gefallen. Die Überkapazitäten auf dem Arbeitsmarkt nehmen zu, und der Euro ist von seinem Tiefpunkt gegenüber dem Dollar in diesem Jahr um 15 % gestiegen. Brent liegt unter 70 US-Dollar pro Barrel (der niedrigste Wert seit 2021 in Euro), und der Gaspreis ist gefallen (auf den Gegenwert von 30 bis 40 Euro pro MWh). In ganz Europa fallen die Importpreise, was bedeutet, dass eine Deflation ein Risiko darstellt.

Die Fiskalpolitik wird Europa erst im nächsten Jahr retten, selbst wenn Deutschland sich verpflichtet hat, die Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben zu erhöhen. Da Aktien seitwärts gehandelt wurden und die Anleiherenditen in diesem Jahr um 60 Basispunkte in Deutschland und 50 Basispunkte in Frankreich gestiegen sind, haben sich die finanziellen Bedingungen verschärft. Die Spaltung zwischen europäischen und US-amerikanischen Vermögenswerten ist jedoch extrem geworden (Abbildung 4).

Abbildung 4: Extreme Aufspaltung

MSCI-Anteil der USA und Europas an MSCI World



Quelle: Datastream, Juli 2025/BCA Research, 2025

Europäische Small Caps begannen in diesem Jahr, nach drei Jahren einer schrecklichen Performance, eine bessere Entwicklung zu zeigen (Abbildung 5). Dies ist nicht nur darauf zurückzuführen, dass das Wachstum in Europa angezogen hat, sondern auch auf die fallende Inflation. Eine hohe Inflation schädigt die Margen kleinerer Unternehmen, da sie im Gegensatz zu ihren größeren Pendanten steigende Kosten nicht an die Kunden weitergeben können. Der Transmissionseffekt auf die Margen erfolgt mit Verzögerung, was bedeutet, dass die Margen für Small Caps weiterhin steigen werden, auch wenn sich die Inflation stabilisiert hat. Small Caps entwickeln sich auch prozyklisch. Sie erzielen mehr Umsätze aus Inlandsmärkten als Large Caps und haben sich daher zusammen mit dem PMI im verarbeitenden Gewerbe erholt.

Sektorverzerrungen erklären auch die Performance von Small Caps: Banken sind einer der größten Sektoren im Large Cap-Segment und schnitten daher bei steigenden Zinsen besser ab. Jetzt fallen die Zinsen, und das Gegenteil sollte der Fall sein.

Deutschland dominiert den Small-Cap-Index mit mehr als 29 %, gegenüber 22,7 % im Large-Cap-Index. Es ist kein Zufall, dass Small Caps begannen, besser abzuschneiden, als die deutschen Wahlen stattfanden und das Konjunkturpaket verabschiedet wurde.

Abbildung 5: Bereit, den Aufstieg wiederaufzunehmen?

Aktienkurse Small Caps im Vergleich zu Large Caps im Euroraum



Quelle: MSCI, Juli 2025/BCA Research, 2025

China und der Rest der Welt

China priorisiert weiterhin die Produktionskapazitäten im verarbeitenden Gewerbe auf Kosten der Deflation und konzentriert sich auf industrielle und technologische Innovationen. Es belegt jetzt den 11. Platz im Global Innovation Index. Die Immobilieninvestitionen sind eingebrochen, aber die verarbeitende Industrie hat weiterhin zugenommen. China könnte Überkapazitäten angehen, indem es die Investitionen im Fertigungssektor reduziert, aber das würde mit Entlassungen verbunden sein, die das Land aus politischen Gründen nicht in Betracht ziehen wird. Die Schwellenländer könnten von hier aus besser abschneiden, insbesondere mit einem schwächeren US-Dollar.

Fazit:

Da die Märkte sich auf oder nahe an Allzeithochs befinden, hier einige abschließende Gedanken.

Der US-amerikanische Verbrauchermarkt im unteren Preissegment steht angesichts der Ausfälle bei Studentendarlehen, Kreditkarten und Autokrediten unter Druck. Der Wohnungsmarkt ist rückläufig: Mehr- und Einfamilieneinheiten sind beide um rund 25 % von ihrem Höchststand zurückgegangen, aber die Beschäftigung im Wohnungsbau ist nur um 0,6 % zurückgegangen. Angesichts steigender Bestände befinden wir uns an einem Wendepunkt.

Die Zölle haben sich noch nicht auf die Margen ausgewirkt, werden dies aber tun, sodass die Erträge beeinträchtigt werden. Der Konsum, zwei Drittel der Wirtschaft, stagniert, wobei die Ausgaben niedriger sind als im Dezember – dies ist ungewöhnlich, wenn die Wirtschaft expandiert (wenn auch langsamer als im letzten Jahr). Der Konsum führt in der Regel zu Investitionen, daher bleibt abzuwarten, ob die Verlangsamung Unternehmen veranlasst, ihre Investitionen zurückzuziehen und Mitarbeiter zu entlassen.

Während der Kongress eine neue Schuldenobergrenze verabschiedet, wird das Finanzministerium den General Account von 350 Milliarden US-Dollar auf 850 Milliarden US-Dollar erhöhen, wodurch in den nächsten Monaten 500 Milliarden US-Dollar an Liquidität aus dem System entzogen und die jüngste Spritze von 500 Milliarden US-Dollar umgekehrt wird.

Unterdessen verbessern sich die Aussichten für Europa dank der fallenden Inflation, eines starken Euro und Strukturreformen. Die Energiekosten sinken, was die Margen und die Investitionen ankurbelt, während Deutschlands Konjunkturmaßnahmen und die vertiefte EU-Integration dieses Wachstumspotenzial unterstützen. Der Handelsüberschuss der Eurozone und die sich verbessernde Schuldendynamik stehen im Kontrast zur fiskalischen Instabilität in den USA und machen Europa für Anleger zunehmend attraktiv.

Sofern nicht anders angegeben, sind alle Daten von Bloomberg, Stand Juli 2025



Wichtige Informationen

Zur Verwendung durch professionelle Kunden und/oder gleichwertige Anlegertypen in Ihrem Rechtsgebiet (nicht zur Verwendung mit oder Weitergabe an Privatkunden). Für Marketingzwecke.

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und sollte nicht als repräsentativ für ein bestimmtes Anlageprodukt angesehen werden. Dies sollte nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten oder zur Erbringung von Anlageberatung oder -dienstleistungen betrachtet werden. Investieren ist mit Risiken verbunden, einschließlich des Risikos eines Kapitalverlusts. Ihr Kapital ist gefährdet. Das Marktrisiko kann sich auf einen Einzelmittelen, einen Wirtschaftssektor, eine Branche oder den Markt insgesamt auswirken. Der Wert von Anlagen ist nicht garantiert, und daher erhält ein Anleger den investierten Betrag möglicherweise nicht zurück. Internationale Anlagen sind aufgrund möglicher politischer, wirtschaftlicher oder Währungsschwankungen sowie unterschiedlicher Finanz- und Rechnungslegungsstandards mit bestimmten Risiken und Volatilität verbunden. Die hierin enthaltenen Wertpapiere dienen nur zur Veranschaulichung, können sich ändern und sollten nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung verstanden werden. Die besprochenen Wertpapiere können sich als rentabel erweisen oder auch nicht. Die geäußerten Ansichten gelten zum Zeitpunkt der Bekanntgabe, können sich bei Änderungen der Marktbedingungen oder anderer Bedingungen ändern und sich von den Ansichten anderer Mitarbeiter oder Tochtergesellschaften von Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle) unterscheiden. Tatsächliche Investitionen oder Anlageentscheidungen, die von Columbia Threadneedle und seinen verbundenen Unternehmen getroffen werden, ob auf eigene Rechnung oder im Auftrag von Kunden, spiegeln nicht unbedingt die geäußerten Ansichten wider. Diese Informationen dienen nicht der Anlageberatung und berücksichtigen nicht die Umstände einzelner Anleger. Anlageentscheidungen sollten stets auf der Grundlage der spezifischen finanziellen Bedürfnisse, Ziele, Zeithorizonte und Risikotoleranz eines Anlegers getroffen werden. Die beschriebenen Anlageklassen sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Vergangene Wertentwicklung garantiert keine zukünftigen Ergebnisse, und auch Prognosen sollten nicht als Garantie betrachtet werden. Informationen und Meinungen Dritter stammen aus Quellen, die als zuverlässig gelten, aber Richtigkeit und Vollständigkeit können nicht garantiert werden. Dieses Dokument und sein Inhalt wurden von keiner Aufsichtsbehörde überprüft.

In Australien: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [„TIS“], ARBN 600 027 414. TIS ist von der Verpflichtung befreit, eine australische Finanzdienstleistungslizenz gemäß dem Corporations Act 2001 (Cth) zu besitzen, und stützt sich in Bezug auf die Finanzdienstleistungen, die sie Großkunden in Australien anbietet, auf Class Order 03/1102. Dieses Dokument sollte in Australien nur an Großkunden („Wholesale-Clients“) gemäß Abschnitt 761G des Corporations Act verteilt werden. TIS wird in Singapur (Registrierungsnummer: 201101559W) von der Monetary Authority of Singapore gemäß dem Securities and Futures Act (Kapitel 289) reguliert, der sich von australischen Gesetzen unterscheidet.

In Singapur: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapur 239519, die in Singapur von der Monetary Authority of Singapore gemäß dem Securities and Futures Act (Kapitel 289) reguliert wird. Registrierungsnummer: 201101559W. Diese Anzeige wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore überprüft.

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“) zur Durchführung regulierter Tätigkeiten des Typs 1 zugelassen (CE:AQA779). Registriert in Hongkong gemäß Companies Ordinance (Kapitel 622), Nr. 1173058.

In Japan: Herausgegeben von Columbia Threadneedle Investments Japan Co., Ltd. Financial Instruments Business Operator, Generaldirektor der lokalen Finanzbehörde (FIBO) Kanto Nr. 3281 und Mitglied der Japan Investment Advisers Association und der Type II Financial Instruments Firms Association.

Im Vereinigten Königreich: Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited, Nr. 573204 und/oder Columbia Threadneedle Management Limited, Nr. 517895, die beide in England

und Wales registriert sind und im Vereinigten Königreich von der Financial Conduct Authority zugelassen und reguliert werden.

Im EWR: Herausgegeben von Threadneedle Management Luxembourg S.A., registriert im Registre de Commerce et des Sociétés (Luxemburg), Nr. B 110242, und/oder Columbia Threadneedle Netherlands B.V., reguliert durch die niederländische Behörde für Finanzmärkte (AFM), registriert unter der Nr. 08068841.

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

Im Nahen Osten: Dieses Dokument wird von Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited vertrieben, das von der Dubai Financial Services Authority (DFSA) reguliert wird. Die Informationen in diesem Dokument stellen keine Finanzberatung dar und sind nur für Personen mit angemessenen Anlagekenntnissen bestimmt, die die aufsichtsrechtlichen Kriterien erfüllen, um als professioneller Kunde oder Marktkontrahent eingestuft zu werden, und keine andere Person sollte sie als Entscheidungsgrundlage verwenden. Dieses Dokument und sein Inhalt sowie alle anderen Informationen oder Meinungen, die Ihnen anschließend zur Verfügung gestellt oder gegeben werden, sind streng vertraulich und ausschließlich zur Verwendung durch die Teilnehmer der Präsentation bestimmt. Eine Vervielfältigung in jedweder Form oder eine Weitergabe an Dritte darf ohne die ausdrückliche schriftliche Genehmigung von CTIME nicht erfolgen. 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 zur Verfügung gestellt werden, das Teil der Columbia Threadneedle Investments Unternehmensgruppe ist: Columbia Threadneedle Management Limited im Vereinigten Königreich; Columbia Threadneedle Netherlands B.V., reguliert durch die niederländische Behörde für die Finanzmärkte (AFM), registriert unter der Nr. 08068841.

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