

4. Quartal 2017

Investment- Ausblick

Risikobereit bleiben...

- Der Bullenmarkt ist noch intakt, befindet sich aber im Spätstadium
- Die solide Weltwirtschaft und das robuste Gewinnwachstum stützen die Aktienkurse
- In einigen Anlagesegmenten beginnen hohe Bewertungen Sorgen zu bereiten
- Für die Anleihenmärkte werden die Geldpolitik, die Inflationsdaten und die Perspektiven Chinas entscheidend sein
- Das Risiko politischer Fehlentscheidungen ist weiterhin hoch

**Ausblick zu Aktien, Anleihen und
alternativen Anlagen**

Investment-Ausblick in Kürze



Aktien

4

Der Bullenmarkt befindet sich im Spätstadium, doch gilt es risikobereit zu bleiben. Das Gewinnwachstum ist nach wie vor solide und die Bewertungen im Vergleich zu Anleihen sprechen ebenfalls für Aktien.

USA: Das Aktienmarktumfeld ist immer noch relativ günstig. Sofern das Wirtschaftswachstum stabil bleibt, dürften Technologietitel im Fokus der Anleger bleiben.

Europa: Die politischen Sorgen sind abgeflaut und europäische Aktien haben von einem Nachholeffekt bei Gewinnentwicklung und Bewertungen profitiert. Nach breitem Kursaufschwung ist nun die Aktienauswahl entscheidend.

Asien-Pazifik: Die Ankündigung von MSCI, chinesische A-Aktien in seinen globalen Schwellenländerindex aufzunehmen, hat das Anlegerinteresse wieder auf China gelenkt. Angebotsseitige Reformen stimmen optimistisch und schaffen selektive Anlagechancen.

Japan: Das Wirtschaftswachstum ist zwar solide, doch die Inflation liegt noch deutlich niedriger als erwartet. Kleine und mittelgroße Unternehmen bieten in Japan unserer Ansicht nach die besten Anlagechancen.

EMEA/Lateinamerika: Das beschleunigte Wachstum der Weltwirtschaft und der schwächere Dollar sind für die Schwellenländer allgemein vorteilhaft. Aktien von Rohstoffunternehmen sollten von verbesserten Perspektiven profitieren.

Globale Branchen: Positiv sehen wir weiterhin den Technologiesektor aufgrund seines hohen Innovationstempos, aber auch Titel aus dem Bereich Telekommunikation, die über Preissetzungsmacht verfügen. Eher negativ schätzen wir das Energiesegment ein.



Anleihen

12

Die US-Geldpolitik wird derzeit vor allem von der Inflationsentwicklung beeinflusst. Möglicherweise wird die US-Notenbank vorsichtiger bleiben als notwendig und damit die Marktrenditen deckeln.

Inflationsindexiert: In Europa sind inflationsindexierte Anleihen derzeit kaum attraktiv, während in den USA der Anstieg der Inflation im August für eine relativ gute Entwicklung des Segments spricht.

Investment-Grade: Hier ist Vorsicht angebracht, da sich die Notenbanken auf einen Ausstieg aus ihren Kaufprogrammen vorbereiten, die die Bewertungen in diesem Bereich zusätzlich nach oben getrieben haben.

Hochzinsbereich: Es besteht nur wenig Spielraum für einen weiteren Rückgang der Renditeaufschläge. Daher ist es sinnvoll, hier erst bei einer Korrektur nachzukaufen.

Schwellenländer: Dieses Segment hat sich gut entwickelt, allerdings sind die Bewertungen infolge starker Nachfrage inzwischen historisch betrachtet hoch. Die Risiken könnten daher größer als die Chancen für einen weiteren Anstieg sein.



Alternative Anlagen

18

Gewerbeimmobilien – Kontinentaleuropa: Der kräftige Konjunkturaufschwung und eine nach wie lockere Geldpolitik dürften den Markt stützen. Wir legen den strategischen Fokus auf „Core Plus“ und „Value-Add“-Objekte.

Gewerbeimmobilien – Großbritannien: Hauptbelastungsfaktor bleiben die infolge des Brexit eingetrübten Konjunkturaussichten. Ein Fokus auf Objekte mit besonders sicheren und dauerhaften Mieterträgen sollte sich auszahlen.

Rohstoffe: Das fundamentale Umfeld für den Energiesektor ist kurzfristig positiv. Die Flexibilität nord-amerikanischer Ölförderer, das Angebot bei steigenden Preisen auszuweiten, begrenzt jedoch das Ertragspotential auf mittlere Sicht.

Infrastruktur: Die Anlageklasse bietet sich weiterhin zur Diversifikation von Erträgen an. Wir bevorzugen den Bereich erneuerbare Energien, der höhere Renditen abwirft und weniger stark auf Kreditfinanzierung angewiesen ist.

Risikobereit bleiben...



Wie lange kann das noch gutgehen? Der zweitlängste, aber wohl auch unbeliebteste Bullenmarkt der Nachkriegsgeschichte will einfach nicht aufhören, während die Anleger immer besorgter werden.

Sicherlich sind die Bewertungen in einigen Bereichen bereits recht hoch; doch insgesamt betrachtet liegen sie noch um einiges unterhalb ihrer Höchststände vom Jahr 2000. Aus fundamentaler Sicht befinden wir uns weiterhin in einem für die Märkte günstigen Umfeld mit niedrigem Wachstum und geringer Inflation. Die Konjunkturfrühindikatoren haben sich sogar noch etwas verbessert und der Wachstumstrend hat auf mehrere Länder parallel übergegriffen. Gleichzeitig lässt die – trotz knapper werdender Arbeitskräfte – nach wie vor nur geringe Inflation in den USA die Marktteilnehmer darüber spekulieren, ob die US-Notenbank ihre Zinsen möglicherweise weniger stark anheben wird als bislang gedacht. Vor diesem Hintergrund heißt es für Anleger, noch längere Zeit risikobereit zu bleiben, doch nicht ohne erste Schritte zur Begrenzung von Abwärtsrisiken zu tun.

Für die letzte Phase des Bullenmarkts halten wir zwei Szenarien für möglich: Entweder folgt auf einen finalen Aufwärtsschub an den Aktienmärkten ein klassischer Kurseinbruch. Oder es kommt zu einer eher harmlosen Seitwärtsbewegung in der Breite des Marktes, verbunden mit einem stärkeren Auf und Ab in einzelnen Bereichen.

Im Folgenden schildern wir unsere Erwartungen für alle wesentlichen Anlageklassen, basierend auf der fundamentalen Analyse von Unternehmen, Regierungen, Emittenten, Immobilien und Mietern. Auf Grundlage interner Prognosen erläutern wir außerdem, welche Regionen und Branchen aus unserer Sicht die besten bzw. schlechtesten Ergebnisse erwarten lassen.

Über unsere Prognosen

Hinweis: Dieser Investment-Ausblick fasst die Einschätzungen der Investment-Teams von Fidelity International zusammen. Bei Fidelity verfügen die Fondsmanager über erhebliche Flexibilität und tragen letztlich die treuhänderische Verantwortung für alle Anlageentscheidungen, die sie für ihre Portfolios treffen. Infolge dieses Ermessensspielraums der Fondsmanager können die in den Fonds von Fidelity umgesetzten Strategien von den hier wiedergegebenen Einschätzungen abweichen.

Überblick

Kernaussagen

- Der Bullenmarkt befindet sich in seiner Spätphase und die ihn antreibenden Faktoren scheinen an Kraft zu verlieren.
- Das Gewinnwachstum ist allerdings nach wie vor robust. Angesichts einer Rendite von rund 2% für zehnjährige US-Staatsanleihen erscheinen Aktien unter Bewertungsaspekten weiterhin relativ attraktiv.
- Für das Ende des laufenden Marktzyklus halten wir zwei Szenarien für möglich: Entweder folgt auf einen nochmaligen Aufschwung ein Kurseinbruch oder es beginnt eine insgesamt seitwärts gerichtete Konsolidierungsphase. In beiden Fällen sollten die Aktienrisiken aktiv gemanagt werden.

Prognosen von Fidelity

Globale Prognosen (aggregiert)	2017	2018
Gewinnwachstum	14,4%	10,3%
Eigenkapitalrendite	13,2%	13,5%
Dividendenrendite	2,5%	2,6%
Kurs/Gewinn-Verhältnis	17,3	16,0
Kurs/Buchwert-Verhältnis	2,2	2,1

Quelle: Analysen von Fidelity, globale aggregierte Prognosen in US-Dollar, September 2017.

Ausblick

Dranbleiben lautet die Devise

Der aktuelle Bullenmarkt befindet sich in seiner Spätphase und die ihn antreibenden Faktoren scheinen an Kraft zu verlieren. Der Kursaufschwung ist vor allem von steigenden Bewertungen geprägt gewesen, die Börsen in den entwickelten Ländern haben überwiegend besser abgeschnitten als diejenigen in den Schwellenländern (mit Ausnahme des laufenden Jahres) und wissensbasierte Unternehmen sind stärker gefragt gewesen als solche mit realer Güterproduktion. Diese seit längerem marktbeherrschenden Trends beginnen nun auszulaufen, insbesondere angesichts hoch erscheinender Bewertungen in besonders beliebten Bereichen des US-Markts wie zum Beispiel dem Technologiesektor.

Der amerikanische Aktienindex S&P 500 hat sich in den vergangenen Monaten um die Marke von 2.400 Punkten bewegt. Ein Anstieg auf 2.700 Punkte liegt nach wie vor im Bereich des Möglichen. Dafür spricht, dass die Unternehmensgewinne derzeit ein Wachstum im zweistelligen Prozentbereich aufweisen. Auf Grundlage der aktuellen Gewinnaussichten ist ein Gesamtertrag am Aktienmarkt von rund 5-6% p.a. denkbar. Das wäre aber nur dann attraktiv, wenn die Volatilität – also die Schwankungsbreite der Aktienrenditen – gering bliebe. Andernfalls wäre der Ertrag zu niedrig, um das Schwankungsrisiko auszugleichen. Für einen Anstieg des S&P 500 auf mehr als 2.700 Punkte spricht aus fundamentaler Sicht wenig. Sollte es dennoch dazu kommen, hätten wir es mit einer spekulativen Blase zu tun. Tatsächlich ist es in einigen heißgelaufenen Bereichen des US-Aktienmarkts bereits zu auffallenden Kursbewegungen gekommen, die stimmungsgetrieben zu sein scheinen.

Allerdings spricht die Erfahrung dafür, dass die derzeitige Situation noch

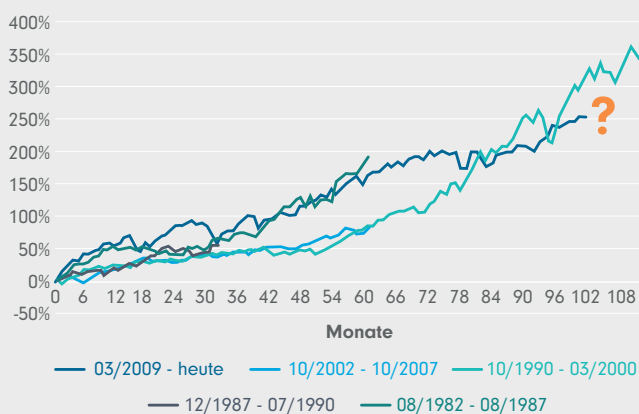
für einige Zeit stabil bleiben könnte. Bei einem vorzeitigen Ausstieg aus dem Aktienmarkt würde man auf ein beträchtliches Ertragspotential verzichten. Angesichts einer Rendite von rund 2% für zehnjährige US-Staatsanleihen erscheinen US-Aktien mit ihrer überlegenen Dividendenrendite weiterhin relativ attraktiv.

Auch wenn wir uns dem Ende des derzeitigen Börsenzyklus nähern, sollte man vorerst noch investiert bleiben und sich gleichzeitig verstärkt Gedanken über eine zusätzliche Absicherung gegen Abwärtsrisiken machen.

Wie wird das Finale aussehen?

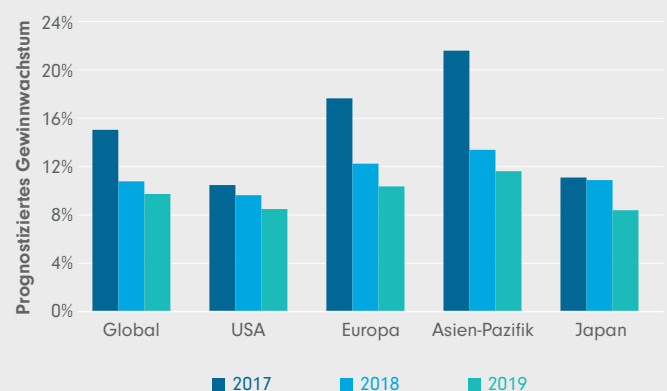
Wir halten zwei Szenarien für möglich: Im ersten kommt es zu einem von Herdenverhalten getriebenen steilen Kursanstieg, auf den ein ebenso steiler Kurseinbruch folgt, wenn die besonders populären Marktsegmente zu teuer werden. Das zweite Szenario stellt sich günstiger dar. Da bei den Anlegern noch die Erinnerung an zwei Börsencrashes lebendig ist, wird es im aktuellen Marktzyklus möglicherweise nie zu der Euphorie kommen, die typischerweise mit Bullenmärkten einhergeht. Stattdessen ist eine längere Konsolidierungsphase denkbar. Dabei würden sich die Kurse im Durchschnitt seitwärts bewegen, wobei auf Sektor- und Einzeltitelebene stärkere Aufwärts- oder Abwärtsbewegungen möglich sind. Eines der zentralen Argumente für dieses Szenario ist der hohe Liquiditätsüberschuss in der Weltwirtschaft. Viele Unternehmen und Private Equity-Fonds verfügen über enorme Finanzmittel, die noch nicht investiert sind. Daher ist vorstellbar, dass bei einem Kursrückschlag an den Börsen professionelle Aufkäufer tätig werden und so die Notierungen stützen. In beiden Fällen ist ein aktiver Ansatz bei Aktienanlagen erforderlich.

Renditen historischer Bullenmärkte



Quelle: Fidelity International, Thomson Reuters DataStream, September 2017.

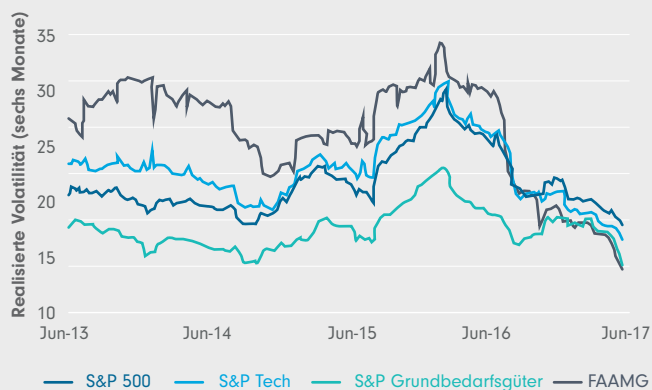
Gewinnwachstum weiterhin positiv



Quelle: Gewinnprognosen von Fidelity, September 2017.

US-Aktien

US-Technologieaktien: rentabel und sicher?



Prognosen von Fidelity

Prognosen (aggregiert)	2017	2018
Gewinnwachstum	10,0%	9,2%
Eigenkapitalrendite	16,3%	17,1%
Dividendenrendite	1,9%	2,1%
Kurs/Gewinn-Verhältnis	19,1	17,4
Kurs/Buchwert-Verhältnis	3,1	2,9

Quelle: Analysen von Fidelity, globale aggregierte Prognosen in US-Dollar, September 2017.

Ausblick

Nach wie vor günstiges Umfeld

Unterstützung erhält der US-Aktienmarkt weiterhin durch die Geldpolitik. Da die Inflation trotz knapper werdender Arbeitskräfte niedrig bleibt, rechnen die Marktteilnehmer damit, dass die US-Notenbank (Fed) ihre Leitzinsen im aktuellen Zyklus weniger stark anhebt als bislang erwartet. Zwar sind die bisherigen Zinserhöhungen geringer ausgefallen, als es das Konjunkturmilieu möglicherweise nahelegt. Doch dürfte es zu den anvisierten weiteren Zinsschritten nur kommen, wenn die Datenlage es zulässt. Unabhängig davon reduziert die Fed ab Oktober das Volumen der Wiederanlage auslaufender Anleihen in ihrem Bestand. Sollten die Märkte dies ungünstig aufnehmen, wird man diese Maßnahme wahrscheinlich rückgängig machen.

Bei einer Belebung der Wirtschaft würden Technologieaktien die Marktführerschaft an stärker konjunkturabhängige und zinsensible Substanztitel abgeben.

Damit stellt sich das allgemeine Umfeld für Aktien nach wie vor günstig dar. Die Kombination aus geringem Wachstum und niedriger Inflation ist für Technologieaktien unverändert gut, da die Anleger bereit sind,

für echtes Wachstum auf Unternehmensebene einen Kursaufschlag zu zahlen. Bei einer Belebung der Wirtschaft würden Technologieaktien die Marktführerschaft an stärker konjunkturabhängige und zinsensible Substanztitel abgeben. Umgekehrt würden die Ertragsaussichten von Unternehmen aus den Bereichen Technologie und soziale Medien bei einer Konjunkturertrübung leiden, da ihre Absatzchancen eng an die Entwicklung der Konsum- und Medienaussgaben geknüpft sind. Bleibt der Wachstumstrend dagegen stabil, könnten Technologieaktien durchaus weiterhin im Fokus bleiben.

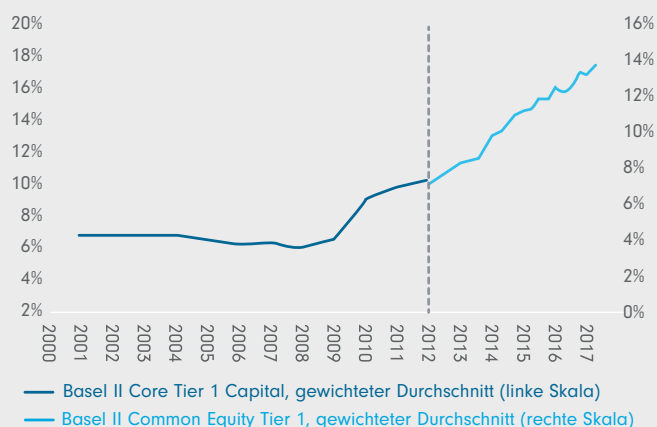
Technologie ist derzeit sehr beliebt

Die starke Fokussierung der Nachfrage auf den Technologiesektor hat dazu geführt, dass ein Großteil der diesjährigen Kursgewinne an den Börsen auf eine handvoll großer Einzelwerte zurückzuführen ist. Aktien wie Facebook, Apple, Amazon, Microsoft und Google (FAAMG) haben sich weniger schwankungsanfällig gezeigt als der Marktdurchschnitt und sogar als Aktien aus dem Bereich Grundbedarfsgüter. Infolgedessen gehören nun auch „Low Volatility“-Strategien und quantitative Investoren zu den Käufern von Technologietiteln. Diese Aktien werden also auch aufgrund ihrer defensiven Qualitäten und der Zuverlässigkeit gekauft, mit der sie dank dominierender Marktposition ihre Ertragsziele übertreffen. Damit unterscheidet sich der aktuelle Trend grundlegend vom Technologieboom der späten 1990er Jahre, als ein wesentlich größeres Interesse an spekulativen Kursgewinnen bestand.

*Facebook, Apple, Amazon, Microsoft, Google.

Europäische Aktien (inkl. Großbritannien)

Stark verbesserte Kapitalbasis britischer Banken



Prognosen von Fidelity

Prognosen (aggregiert)	2017	2018
Gewinnwachstum	16,9%	11,7%
Eigenkapitalrendite	12,3%	12,4%
Dividendenrendite	3,4%	3,5%
Kurs/Gewinn-Verhältnis	16,1	15,3
Kurs/Buchwert-Verhältnis	1,9	1,8

Quelle: Analysen von Fidelity, globale aggregierte Prognosen in US-Dollar, September 2017.

Ausblick

Politische Sorgen schwinden, Konjunkturbild verbessert sich

In den vergangenen Monaten haben die politischen Sorgen deutlich abgenommen, gleichzeitig haben gesamtwirtschaftliche und unternehmensspezifische Faktoren an Bedeutung gewonnen. Die Unterstützung für populistische Kräfte in der Politik hat nachgelassen, wobei der Sieg von Macron bei den Wahlen in Frankreich einen Wendepunkt darstellen könnte. Dessen ungeachtet belastet die Unsicherheit im Hinblick auf den Brexit die Stimmung in Bezug auf Anlagen in Großbritannien. Insgesamt hat sich das Konjunkturbild in Europa aber verbessert. Unternehmen und Verbraucher sind optimistischer geworden und das Lohnwachstum hat sich beschleunigt. Allerdings sind derzeit kaum Faktoren zu erkennen, die einen weiteren Wachstumsschub bewirken könnten.

Für einen weiteren Anstieg der Aktienbewertungen spricht wenig. Wahrscheinlicher ist, dass die Unternehmen nun die in den Bewertungen vorweggenommenen Erträge liefern.

Einzeltitelauswahl gewinnt für eine erfolgreiche Anlage an Bedeutung

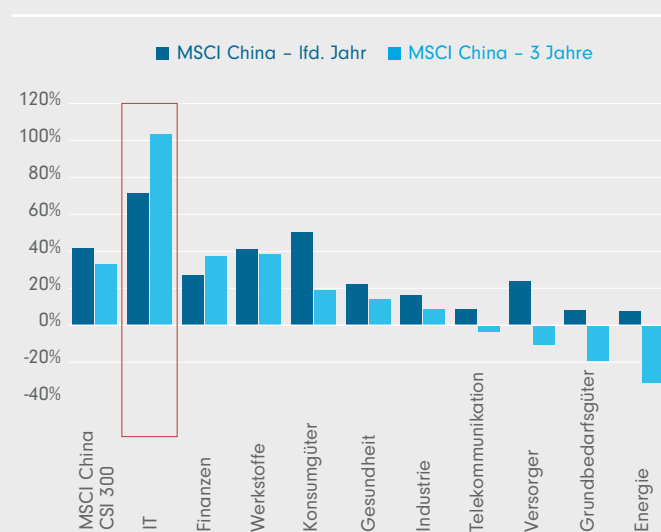
Europäische Aktien haben im laufenden Jahr von einem Nachholeffekt hinsichtlich Gewinnentwicklung und Bewertungen profitiert. Für einen weiteren Anstieg der Aktienbewertungen spricht wenig. Wahrscheinlicher ist, dass die Unternehmen nun die in den Bewertungen vorweggenommenen Erträge liefern. Gleichzeitig sind Aktien aus Europa anfällig für kurzfristige Schocks und weltpolitische Sorgen. Die den Markt in der Breite begünstigenden Auftriebskräfte haben nachgelassen, weshalb sich nun verstärkt ein differenzierter Ansatz auf Einzeltitelebene auszahlen sollte. Dafür spricht auch die wieder intensivere Fusions- und Übernahmeaktivität.

Verbesserte Aussichten für britische Banken

Wir schätzen die Perspektiven britischer Banken wieder positiver ein. Während viele Anleger noch die Finanzkrise im Hinterkopf haben, hat sich der Bankensektor grundlegend verändert und agiert nun in einem stark veränderten Marktumfeld. Die Bilanzen sind bereinigt und die internen Kontrollmechanismen verbessert worden. Gleichzeitig lässt der regulatorische Druck nach und auch das Zinsumfeld wird wieder günstiger. So hat die Bank of England eine Leitzinserhöhung von 25 Basispunkten in Aussicht gestellt, nachdem die Kerninflation in Großbritannien auf 2,9% gestiegen war. Im Zuge einer Normalisierung der Geldpolitik sollten sich die Aktienkurse von Banken überdurchschnittlich entwickeln.

Aktien Asien-Pazifik-Raum (ohne Japan)

Chinas IT-Sektor gibt die Richtung vor



Quelle: FactSet, 31. August 2017, basierend auf dem MSCI China Index (in USD) und dem CSI 300 Price Index (in RMB) für den Zeitraum vom 31.08.2014 bis zum 31.08.2017.

Prognosen von Fidelity

Prognosen (aggregiert)	2017	2018
Gewinnwachstum	20,7%	12,8%
Eigenkapitalrendite	11,6%	11,9%
Dividendenrendite	2,5%	2,7%
Kurs/Gewinn-Verhältnis	16,6	15,1
Kurs/Buchwert-Verhältnis	1,9	1,7

Quelle: Analysen von Fidelity, globale aggregierte Prognosen in US-Dollar, September 2017.

Ausblick

Alle Wege führen nach China

Die Ankündigung des Indexanbieters MSCI, chinesische A-Aktien in seinen globalen Schwellenländerindex aufzunehmen, hat China wieder stärker in den Fokus gerückt. Die Bedenken hinsichtlich einer Konjunkturabschwächung sind in den Hintergrund getreten und die Marktstimmung hat sich aufgehellt. Maßnahmen zur Verbesserung der Profitabilität staatseigener Unternehmen machen sich in einem sinkenden Anteil notleidender Kredite bei den chinesischen Banken bemerkbar. Zudem sind angebotsseitige Reformen im Rohstoffsektor erfolgt.

Die chinesische Regierung führt bei bestimmten Staatsunternehmen derzeit das Modell einer gemischten Eigentümerstruktur ein. Beispielsweise sind an China Unicom neben dem Staat nun auch einige strategische Anleger wie Tencent, Alibaba und Baidu beteiligt. Damit sollen die staatseigenen Unternehmen modernisiert und zu einer Bereinigung ihrer Bilanzen motiviert werden. Gleichzeitig soll ihre Innovationskraft gestärkt und die Kapitalallokation in der Gesamtwirtschaft verbessert werden. Vor diesem Hintergrund sehen wir bei einigen staatseigenen Unternehmen neue Anlagechancen.

Hohe Bewertungen der Internetgiganten

Der Kursaufschwung am chinesischen Aktienmarkt ist vor allem eine Folge des anhaltenden Interesses an Internetaktien, insbesondere Alibaba, Tencent und Baidu. Dabei handelt es sich um hochwertige Unternehmen,

die dank ihrer Vorreiterrolle und beherrschenden Marktposition über enorme Vorteile verfügen. Sie sind außerdem der westlichen Konkurrenz im Hinblick auf die Nutzung von „Big Data“- und „Cloud“-Technologien überlegen, was ihnen ein anhaltendes Wachstum ermöglichen sollte. Allerdings beinhalten ihre hohen Bewertungen nur noch eine geringe Sicherheitsmarge.

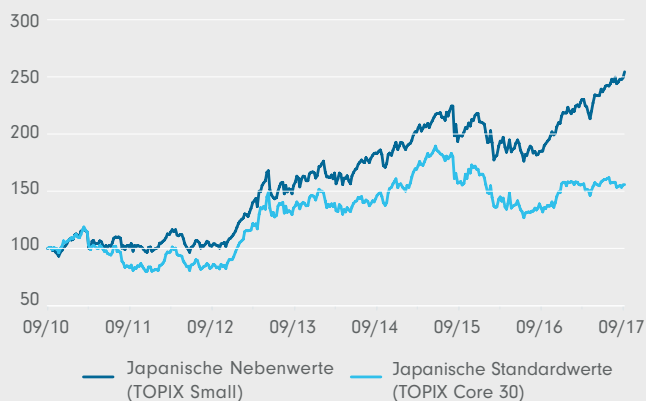
Der Kursaufschwung am chinesischen Aktienmarkt ist vor allem eine Folge des anhaltenden Interesses an Internetaktien, insbesondere Alibaba, Tencent und Baidu.

Weiterhin großes Wachstumspotential in Indien

Die indische Volkswirtschaft verfügt nach wie vor über hohes Wachstumspotential. Allerdings kann die Einführung einer vereinheitlichten Steuer auf Güter und Dienstleistungen, die zahlreiche auf Ebene der Bundesstaaten erhobene Steuern ersetzt, den Konsum und das Wirtschaftswachstum beeinträchtigen. Auch bei den Bewertungsniveaus ist eine gewisse Vorsicht geboten.

Japanische Aktien

Nebenwerte schlagen Standardwerte



Prognosen von Fidelity

Prognosen (aggregiert)	2017	2018
Gewinnwachstum	10,6%	10,4%
Eigenkapitalrendite	10,4%	10,6%
Dividendenrendite	2,1%	2,2%
Kurs/Gewinn-Verhältnis	15,0	13,9
Kurs/Buchwert-Verhältnis	1,5	1,4

Quelle: Analysen von Fidelity, globale aggregierte Prognosen in US-Dollar, September 2017.

Ausblick

Solides Wachstum, nur moderate Inflation

Im zweiten Quartal stieg das reale BIP Japans um 2,5% (annualisiert). Damit wuchs die Wirtschaftsleistung das sechste Quartal in Folge, so lange wie seit elf Jahren nicht mehr. Zwar war anfänglich ein noch stärkeres Wachstum erwartet worden, dennoch kann man den Wert als solide bezeichnen. Seit Beginn der Aufschwungphase im Jahr 2013 betrug das durchschnittliche Wachstum rund 1,4%. Unterdessen betrug die Kerninflationsrate im Mai und Juni 0,4%, im Juli erhöhte sie sich geringfügig auf 0,5%. Angesichts der moderaten Inflation dürfte die japanische Notenbank ihre Geldpolitik unverändert lassen.

Nachdem der Konsum durch die Mehrwertsteuererhöhung im Jahr 2014 einen Dämpfer erlitten hatte, werden die Verbraucher nun wieder ausgabenfreudiger.

Gute Aussichten für Konsum und Unternehmensgewinne

Die geringe Arbeitslosigkeit und allmählich steigende Löhne sind günstig für die Konsumnachfrage. Nachdem der Konsum durch die Mehrwertsteuererhöhung im Jahr 2014 einen Dämpfer erlitten hatte, werden die Verbraucher wieder ausgabenfreudiger. Gleichzeitig legen

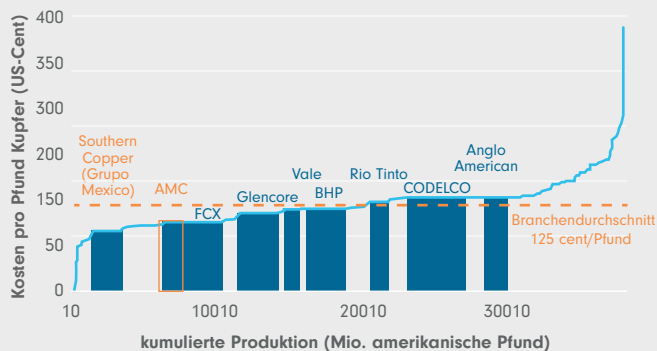
die Unternehmensgewinne weiter kräftig zu. Vor allem die Industrie profitiert vom Wachstum der Weltwirtschaft, erhöhten Investitionen und einem steigenden Interesse an der Automatisierung von Produktionsanlagen. Dementsprechend nahmen die Exporte im Juli den achten Monat in Folge zu.

Nebenwerte oder Standardwerte?

Japanische Nebenwerte entwickeln sich seit längerem besser als Standardwerte. Doch die Bewertungen im Kurs zurückgebliebener Segmente wie Automobilbau und Banken sind dadurch nicht wirklich attraktiver geworden. Die Absatzperspektiven der Autohersteller erscheinen angesichts abflauender Nachfrage in den USA und starken Preiswettbewerbs nach wie vor schwierig. Die Bewertungen von Bankaktien sind zwar vergleichsweise niedrig und bergen nur begrenzte Abwärtsrisiken. Doch ist der Spielraum für einen Kursanstieg nur gering, da kaum Aussicht auf ein beschleunigtes Wachstum des Kreditgeschäfts besteht, das die schrumpfenden Ertragsmargen ausgleichen könnte. Daran dürfte sich bis auf Weiteres nichts ändern, da die japanische Notenbank die Zinsen voraussichtlich niedrig halten wird. Somit sehen wir in Japan nach wie vor die besten Chancen bei kleineren bis mittleren Unternehmen.

Aktien EMEA/Lateinamerika

Grupo Mexico: Kostenführer bei Kupfer



Quelle: Fidelity International, Southern Copper, Wood Mackenzie, Mai 2017.

Prognosen von Fidelity

Prognosen (aggregiert)	2017	2018
Gewinnwachstum	18,8%	-0,6%
Eigenkapitalrendite	10,7%	9,9%
Dividendenrendite	3%	3,3%
Kurs/Gewinn-Verhältnis	14,7	15,3
Kurs/Buchwert-Verhältnis	1,5	1,5

Quelle: Analysen von Fidelity, globale aggregierte Prognosen in US-Dollar, September 2017. EMEA steht für „Emerging Europe, Middle East and Africa“ (Osteuropa, Naher Osten und Afrika).

Ausblick

Günstiges Umfeld für die Schwellenländer

Die Schwellenländer befinden sich in einer Phase mit relativ günstigen Rahmenbedingungen. Das Wachstum der Weltwirtschaft ist solide und der Dollar hat wieder abgewertet, nachdem die Erwartungen in Bezug auf Leitzinserhöhungen in den USA nach unten korrigiert wurden.

Wenn der Ölpreis stagniert, tut sich in der Regel auch der russische Aktienmarkt schwer.

Russland: Chancen abseits des Energiesegments

Wenn der Ölpreis stagniert, tut sich in der Regel auch der russische Aktienmarkt schwer. Da die Ölförderer in den USA bei steigenden Preisen rasch mit einer Ausweitung ihrer Produktion reagieren können, wird durch das zusätzliche Angebot ein nachhaltiger Preisanstieg verhindert. Aus diesem Grund meiden wir weiterhin Aktien von Energieunternehmen. Stattdessen bevorzugen wir auf den Inlandsmarkt in Russland ausgerichtete Firmen mit sehr guter Marktposition. Dazu gehören die Sberbank, bei der sich Erträge und Kreditvergabe wieder beschleunigt haben, sowie mail.ru, eines der führenden Internet-Unternehmen in der Region.

Rohstoffsegment profitiert von Angebotsverknappung in China

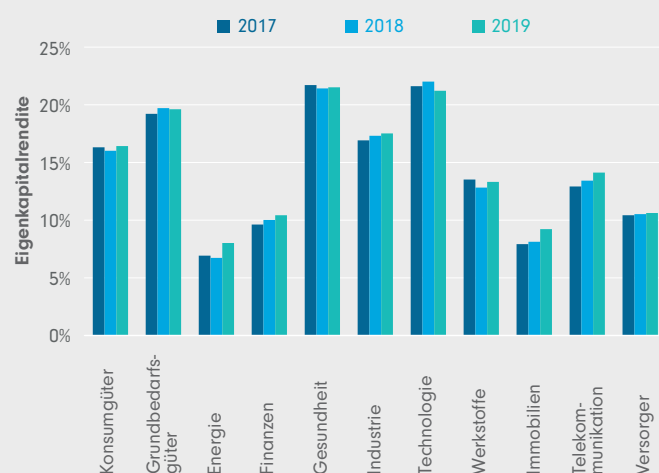
Der Rohstoffbereich verdient unserer Ansicht nach wieder verstärkte Aufmerksamkeit. So deuten die Ergebnisse unserer Fundamentalanalyse darauf hin, dass es bei Kupfer in den nächsten Jahren ein Angebotsdefizit geben wird. Dies wäre günstig für den Rohstoffkonzern Grupo Mexico, der über einige der ertragreichsten Kupferminen weltweit verfügt. Auch die Perspektiven von Stahl- und Aluminiumherstellern haben sich aufgehellt, nachdem in China die Produktionskapazitäten staatlicher Unternehmen reduziert worden sind.

Politische Entwicklungen bleiben ein zentraler Faktor

In Südafrika steht die Konjunktur auf schwachen Füßen und die Kongresswahlen im vierten Quartal könnten für politische Unsicherheit und verstärkte Schwankungen am Aktienmarkt sorgen. Ermutigend sind dagegen die positiven Entwicklungen in Brasilien seit den politischen Turbulenzen im Mai. Die Inflation befindet sich auf einem 10-Jahrestief, was der brasilianischen Notenbank Spielraum für weitere Zinssenkungen verschafft. Die Wirtschaftsdaten sind überraschend gut ausgefallen: So haben sich die Einzelhandelsumsätze, die Industrieproduktion und die Beschäftigungslage verbessert. Allerdings ist die Stimmung in den Unternehmen nach wie vor von Skepsis geprägt. Zwar hat es im Hinblick auf Arbeitsmarktreformen einige Fortschritte gegeben, doch könnte sich die Reform der Altersvorsorge durch die schwache Position von Präsident Temer verzögern.

Globale Brancheneinschätzungen

Prognose der Eigenkapitalrendite nach Branchen



Quelle: Analysen von Fidelity, September 2017.

Brancheneinschätzungen unserer Analysten

Aussichtsreich	Weniger aussichtsreich
Technologie	Energie
Gesundheit	Versorger
Telekommunikation	Konsumgüter

Quelle: Fidelity International, September 2017.

Ausblick

Technologie & Telekommunikation weiterhin bevorzugt

Wir schätzen den Technologiesektor nach wie vor positiv ein. Die dort vertretenen Unternehmen greifen erfolgreich gewinnträchtige Bereiche in anderen Branchen an, indem sie mit neuen Ansätzen etablierte Geschäfts- und Servicemodelle infragestellen und verändern. Ein hohes Innovationstempo und strukturelle Wachstumstreiber wie Cloud Computing und die Digitalisierung manueller Prozesse sorgen weiterhin für beträchtliches Wachstumspotential.

Positiv gestimmt sind wir auch für Anbieter aus dem Bereich Telekommunikation. Dies gilt vor allem für Korea, Japan und die USA, wo die führenden Unternehmen über erhebliche Preissetzungsmacht verfügen. Im Unterschied zu Europa sind Mobilfunkbetreiber dort auch in der Lage, aus Kundendaten Kapital zu schlagen.

Positiv gestimmt sind wir für Anbieter aus dem Bereich Telekommunikation. Dies gilt vor allem für Korea, Japan und die USA.

Skepsis angebracht bei Konsumgütern

Überwiegend skeptisch sehen wir weiterhin Hersteller zyklischer Konsumgüter, die mit einer Reihe ungünstiger Trends konfrontiert sind. Dazu gehören die Verlagerung von Umsätzen ins Internet, was etablierten und bislang profitablen Geschäftsmodellen die Basis entzieht, die Tendenz zu verstärkten Ausgaben für Erlebnisse anstelle von Konsumgütern und ein sich wandelnder Verbrauchergeschmack, vor allem in den Schwellenländern.

Noch pessimistischer für den Energiesektor

Energieunternehmen sehen wir noch negativer als bisher. Die Fähigkeit der nordamerikanischen Ölproduzenten, auf steigende Preise mit einer Angebotsausweitung zu reagieren, steht einem nachhaltigen Preisanstieg und damit einer verbesserten Ertragslage entgegen, ungeachtet der Förderkürzungen in den OPEC-Staaten. Daher halten wir im ersten Halbjahr 2018 ein Überangebot am Ölmarkt für möglich, weshalb wir in unseren Portfolios ausgeprägte Engagements im Energiesektor meiden.

Überblick

Kernaussagen

- Die anhaltende Suche nach Rendite im Niedrigzinsumfeld bestimmt das Geschehen an den Anleihenmärkten.
- Infolgedessen befinden sich die Risikoaufschläge in der Nähe historischer Tiefstände, und die Bewertungsniveaus geben Anlass zur Vorsicht. Eine eingehende Fundamentalanalyse und sorgfältige Unterscheidung einzelner Wertpapiere und der jeweiligen Kreditklauseln sind daher elementar.
- Aus Sicht der Notenbanken ist die entscheidende Frage, ob die derzeitige Konjunkturerholung von Dauer ist oder lediglich ein vorübergehendes Phänomen in einer Phase langfristiger Stagnation. Eine Reihe struktureller Faktoren könnte das Wachstum und die Inflation noch für geraume Zeit niedrig halten.

Aktuelle & erwartete Staatsanleihenrenditen

10-Jahres-Rendite	Aktuell (%)	Sept. 2018 (%)	Sept.2020 (%)	Sept. 2021 (%)
USA	2,24	2,44	2,74	2,83
Deutschland	0,42	0,68	1,14	1,31
Großbritannien	1,34	1,58	1,98	2,14

Quelle: Fidelity International, Bloomberg, 25. September 2017. Die erwarteten Renditen entsprechen denjenigen, die am Terminmarkt impliziert sind.

Ausblick

Ist die Erholung zyklischer oder struktureller Natur?

Die Notenbanken tun sich derzeit schwer damit, bei der gegenwärtigen Konjunkturerholung zyklische und strukturelle Faktoren auseinanderzuhalten. Die entscheidende Frage ist, ob der Aufschwung von Dauer ist oder lediglich ein vorübergehendes Phänomen in einer Phase langfristiger Stagnation. Aus unserer Sicht rechtfertigt die aktuelle zyklische Erholung noch keine wesentlich höheren Renditen. Vielmehr liefern strukturelle Aspekte wie zu hohe Verschuldung, alternde Bevölkerungen und niedriges Produktivitätswachstum Anlegern und Notenbanken genügend Gründe, um vorerst von weiterhin geringem Wachstum und niedriger Inflation auszugehen. Die deutlich verbesserte Beschäftigungslage ließe eigentlich zusätzlichen inflationären Druck über steigende Löhne erwarten, doch ist es bisher nicht dazu gekommen. Die US-Notenbank hält die wieder gesunkenen Inflationsraten für vorübergehend, doch damit steigt das Risiko eines geldpolitischen Irrtums. So ist die US-Konjunktur möglicherweise nicht so robust, wie es die Arbeitsmarktdaten nahelegen.

US-Notenbank plant allmähliche Liquiditätsverknappung

Bei ihrer Sitzung im September ließ die amerikanische Notenbank (Fed) ihren Leitzins unverändert. Sie deutete aber trotz gedämpfter Inflation die Möglichkeit einer Zinsanhebung im vierten Quartal an. Gleichzeitig senkte sie das langfristig von ihr erwartete Leitzinsniveau auf 2,75%. An den Finanzmärkten wird ein Zinsschritt im Dezember erwartet, jedoch bleibt abzuwarten, ob diesem im Jahr 2018 wie in Aussicht gestellt drei weitere folgen werden. Dies wird insbesondere von den Inflationsdaten abhängen, an denen sich die Fed hauptsächlich orientiert. Wir halten es für möglich, dass sie eher einen vorsichtigen Kurs fahren und die Renditen deckeln wird. Wie bereits angekündigt wird die Fed ab Oktober damit beginnen, ihre Bestände an US-Staatsanleihen und besicherten

Wertpapieren jeden Monat um bis zu 10 Mrd. USD zu reduzieren, indem sie auf eine Wiederanlage fällig werdender Anleihen verzichtet. Damit wird sie allmählich die zusätzliche Liquidität wieder aus dem Markt nehmen, die sie der Wirtschaft zwischen 2008 und 2014 bereitgestellt hat. In diesem Zusammenhang wird sie sehr darauf bedacht sein, eine negative Marktreaktion wie im Jahr 2013 zu vermeiden.

EZB schiebt Straffung der Geldpolitik auf die lange Bank

Bei ihrer Sitzung im September ließ die Europäische Zentralbank ihre Leitzinsen (die für einen „verlängerten Zeitraum“ niedrig bleiben sollen) ebenso unverändert wie ihr Anleihenkaufprogramm. Sie gab keine Indikation hinsichtlich eines Termins für eine künftige Straffung der Geldpolitik. An den Finanzmärkten war diesbezüglich eine deutliche Aussage erwartet worden, was den Euro im Vorfeld aufwerten ließ. Dies scheint die EZB mit in Betracht gezogen zu haben, da ein stärkerer Euro bereits eine Beeinträchtigung der Finanzierungskonditionen bedeutet. Auch wenn die Details noch offen sind, ist davon auszugehen, dass die EZB im Jahr 2018 mit einer Normalisierung ihrer Geldpolitik beginnen wird. Bis dahin wird die EZB die Inflationsdaten und den Wechselkurs des Euro genau im Blick behalten.

Bank of England signalisiert Zinserhöhung

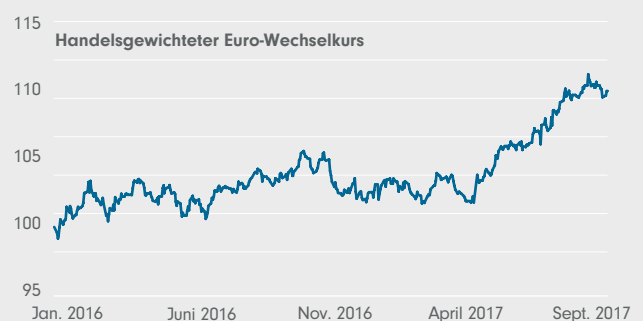
In Großbritannien deutete die Notenbank im September einen Kurswechsel an. Damit liegt eine Zinserhöhung im vierten Quartal im Bereich des Möglichen. Dazu beigetragen hat der Anstieg der Kerninflation auf 2,9%, der wiederum eine Folge des schwachen Pfunds und entsprechend hoher Importpreise ist. Einige Kommentatoren werten die Aussagen der Notenbank als den Versuch, den Kurs positiv zu beeinflussen und damit die Inflation zu dämpfen. Am Markt wird derzeit überwiegend eine Zinserhöhung im November erwartet.

Zinsausblick der EZB weiterhin verhalten



Quelle: Fidelity International, DataStream, 21. September 2017.

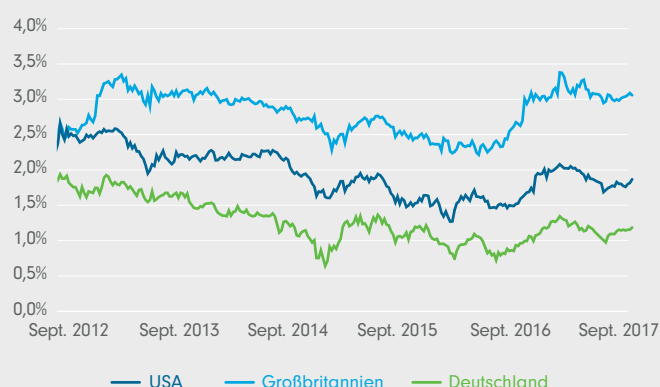
Aufwertung des Euro erschwert Anhebung der Zinsen



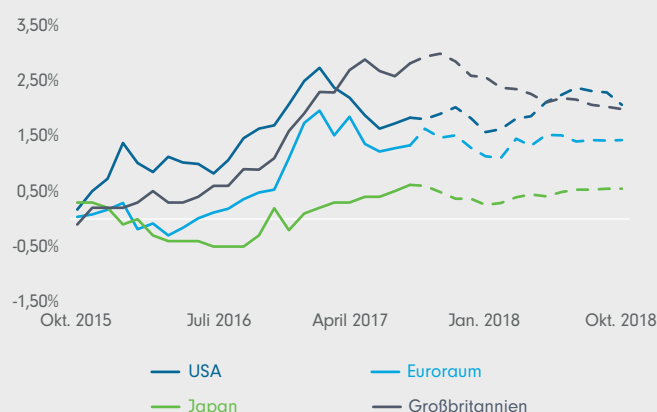
Quelle: Fidelity International, DataStream, 21. September 2017.

Inflationsindexierte Anleihen

Am Markt erwartete Inflation auf 10-Jahressicht



Inflationsprognosen von Fidelity



Ausblick

USA: Inflation könnte stärker steigen, als derzeit am Markt erwartet

In den letzten Monaten sind die Inflationserwartungen wieder gesunken. Dies hat für Skepsis hinsichtlich der tatsächlichen Stärke der US-Konjunktur gesorgt. Allerdings erinnerten die im August veröffentlichten Teuerungsdaten daran, dass durchaus ein gewisser Inflationsdruck besteht. So fielen erstmals seit einem halben Jahr sowohl die Gesamtinflation als auch die Kerninflation höher als erwartet aus. Gleichzeitig haben die von den Hurrikänen im September verursachten Schäden die Erwartung steigender Benzinpreise geweckt. Am Arbeitsmarkt gibt es vereinzelte Hinweise auf eine Verknappung von Arbeitskräften, was zu einem Lohnanstieg beitragen könnte. Gleichzeitig dürfte der gesunkene Wechselkurs des Dollar die Inflation mittels entsprechend verteuerter Importe anheizen, und auch die Preise von Gesundheitsdienstleistungen könnten steigen. Nach unseren aktualisierten Prognosen dürfte sich die Gesamtinflation im nächsten halben Jahr um die Marke von 2% bewegen und bis Mitte 2018 auf knapp unter 2,5% steigen. In den Bewertungen inflationsindexierter Anleihen aus den USA spiegelt sich allerdings noch kein entsprechender Anstieg der Inflation wider. Wir sind deshalb zuversichtlich für das Marktsegment gestimmt und haben unsere Position dort aufgestockt.

Euroraum: Inflation dürfte gegen Jahresende wieder sinken

Die Teuerungsrate im europäischen Währungsraum hatte sich im August zwar kurzfristig auf 1,5% beschleunigt. Jedoch dürfte die von der EZB anvisierte Marke von 2% in den Wintermonaten wieder in größere Entfernung rücken, da die Inflation dann typischerweise nachlässt. Die

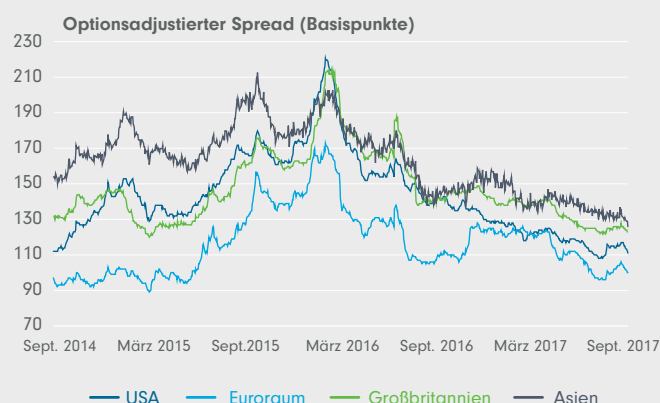
anhaltende Aufwertung des Euro um 8% seit Jahresbeginn auf handelsgewichteter Basis bis Anfang September könnte dieses Jahr die Gesamtinflation um bis zu 0,6 Prozentpunkte reduzieren. Dämpfend wirken außerdem Basiseffekte, da speziell bei Rohstoffpreisen der Vergleichswert des Vorjahres nun auf einem höheren Niveau liegt. Vor diesem Hintergrund hat die EZB ihre Inflationsprognose wieder gesenkt, was ihr eine Abkehr von ihrer extrem lockeren Geldpolitik nicht leichter macht. Die Lohnsteigerungen fallen allgemein nur gering aus und die Arbeitslosigkeit ist nach wie vor vielerorts hoch. Außerdem spricht die Aussicht auf eine straffere Geldpolitik für eine vorsichtige Einschätzung der Konjunkturdynamik. Aus Bewertungssicht bleiben wir gegenüber inflationsindexierten Anleihen aus dem Euroraum neutral positioniert.

Großbritannien: Überzogen erscheinende Inflationserwartungen

Wir glauben, dass die Auswirkungen der Abwertung des britischen Pfunds auf die Preise im Inland ihren Höhepunkt überschritten haben. Wie es scheint, verzichtet der Einzelhandel möglichst darauf, Kostensteigerungen an die Kunden weiterzureichen. Unter Berücksichtigung des Ölpreises, der Lage am Arbeitsmarkt und einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums erwarten wir, dass die Gesamtinflation im vierten Quartal zwar auf 3% steigen wird, im Jahr 2018 aber wieder auf unter 2% zurückgehen dürfte. Gemessen daran erscheinen inflationsindexierte Anleihen aus Großbritannien überbewertet, es sei denn, das Pfund wertet nochmals drastisch ab.

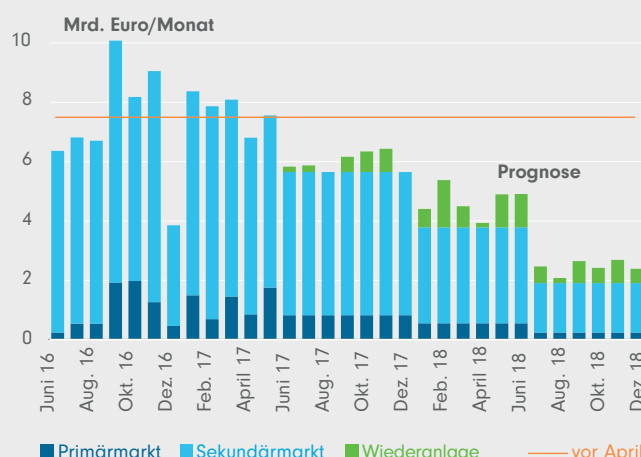
Investment-Grade-Unternehmensanleihen

Renditeaufschläge von Anleihen mit Investment Grade



Quelle: Fidelity International, BofA Merrill Lynch, DataStream, 21. September 2017.

EZB weiterhin aktiv am Markt für IG-Unternehmensanleihen



Quelle: Fidelity International, ECB, Barclays Research, "European Credit Alpha", 23. Juni 2017.
Gezeigt wird das Volumen der monatlichen Käufe von Unternehmensanleihen durch die EZB.

Ausblick

Hohe Bewertungen sprechen für vorsichtigen Ansatz

Dank sich verbessernder Wirtschaftslage, niedriger Inflation und großzügiger Geldpolitik der Notenbanken war das Umfeld für Unternehmensanleihen mit Investment Grade einige Zeit geradezu ideal. Für renditesuchende Investoren, die kein übermäßiges Bonitätsrisiko eingehen wollen, stellte die Anlageklasse eine willkommene Alternative zu niedrig verzinsten Staatsanleihen dar. Ende August 2017 waren in der 35. Woche in Folge Zuflüsse in Fonds für Unternehmensanleihen mit Investment Grade zu verzeichnen. Der Renditehunger der Investoren war das zentrale Thema in diesem Marktsegment und die starke Nachfrage in Verbindung mit Käufen der Notenbanken hat Renditen und Wertschwankungen niedrig gehalten.

Doch nun ist Vorsicht angebracht, da die Notenbanken die Abkehr von ihrer großzügigen Geldpolitik beabsichtigen, von der die Anlageklasse bislang profitiert hat. Der Renditeaufschlag globaler Unternehmensanleihen mit Investment Grade liegt derzeit in der Nähe seines 10-Jahrestiefs und bietet in vielen Bereichen keinen angemessenen Ausgleich für das Bonitäts- und Liquiditätsrisiko, das Anleger dort eingehen. Eine abrupte Verschlechterung des Verhältnisses von Angebot und Nachfrage ist allerdings unwahrscheinlich.

Der europäische Markt bleibt unser Favorit

Wir bevorzugen weiterhin Investment-Grade-Anleihen aus Europa. Angesichts niedriger Inflation wird die EZB ihre Anleihekäufe nur sehr allmählich drosseln, sodass der europäische Markt nach wie vor von ihr gestützt wird. Die Unternehmen in der Region sind fundamental solide und weisen eine nur geringe Nettoverschuldung auf. Zwar kann es im Herbst zu verstärkten Kursschwankungen kommen, wenn die EZB ihre

geldpolitischen Pläne konkretisiert. Dennoch dürfte die Nachfrage nach europäischen Unternehmensanleihen hoch bleiben und auch die EZB wird sich voraussichtlich weiterhin stark am Markt engagieren und Renditen sowie Risikoaufschläge stabilisieren. Mangels Spielraum für weitere Kursgewinne halten wir an unserer neutralen Gewichtung des Segments fest.

Ebenfalls neutral positioniert bleiben wir in Asien. Zwar versucht die chinesische Führung, die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen zu straffen, doch aus technischer Sicht erscheint die Marktsituation nach wie vor robust. Dazu trägt vor allem die starke Nachfrage lokaler Investoren nach Unternehmenspapieren bei, die auf US-Dollar lauten.

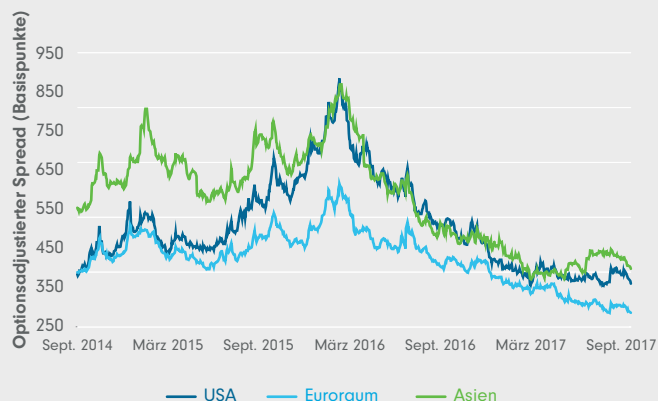
Zurückhaltende Position in Großbritannien und den USA

Investment-Grade-Anleihen aus den USA bieten für ausländische Anleger nach wie vor attraktive Renditen. Allerdings sind die Kosten der Wechselkursabsicherung für Investoren aus Europa und Asien in den vergangenen zwei Jahren erheblich gestiegen. Europäische Anleger beispielsweise müssen annähernd 200 Basispunkte jährlich an Rendite allein dafür aufbringen, ihre US-Dollar-Position gegen Euro abzusichern. Hinzu kommt die Aussicht auf steigende Kapitalkosten amerikanischer Unternehmen im Zuge der von der Notenbank geplanten Liquiditätsverknappung.

In Großbritannien erscheinen die Bewertungen von Papieren mit Investment Grade günstiger, doch sind die politischen Risiken nicht zu übersehen. So kann ein ungünstiger Verlauf der Brexit-Verhandlungen, speziell im Hinblick auf den Zugang zum EU-Wirtschaftsraum, Anleger abschrecken. Vor diesem Hintergrund behalten wir trotz gestiegener Liquidität unsere Untergewichtung bei.

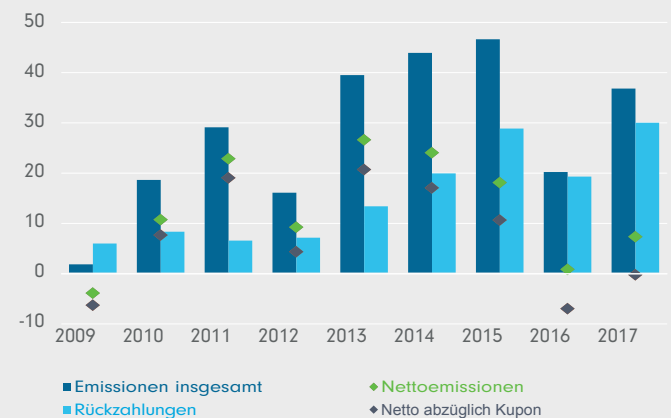
Hochzinsanleihen

Renditeaufschläge von Hochzinsanleihen



Quelle: Fidelity International, BofA Merrill Lynch, DataStream, 21. September 2017.

Euroraum: Neuemissionsvolumen wenig eindrucksvoll



Quelle: Fidelity International, JP Morgan, 31. August 2017.

Ausblick

Bewertungsniveau derzeit unattraktiv

Nachdem die Risikoaufschläge von Hochzinsanleihen im August angestiegen waren, gingen sie anschließend wieder zurück. Daran wird deutlich, dass die Nachfrage nach hochverzinsten Anlagen unverändert stark ist. Viele Anleger sind überzeugt, dass das derzeitige Kursniveau der Anleihen durch die Kaufprogramme der Notenbanken quasi abgesichert ist. Zusätzlich gestützt werden die Hochzinismärkte durch die geringe Inflation. Der Spielraum für einen weiteren Rückgang der Risikoaufschläge und entsprechende Kursgewinne erscheint begrenzt, sodass die Zinsen derzeit die Haupteintragsquelle darstellen. Da die Liquidität am Markt rasch austrocknen oder das Emissionsvolumen wieder steigen kann, besteht in dieser Anlageklasse durchaus das Risiko von Turbulenzen. Daher erscheint es sinnvoll, auf dem aktuellen Renditeniveau mit Neuanlagen abzuwarten.

Europa im Fokus

Der europäische Markt wird durch abnehmende politische Risiken, beschleunigte Konjunktur und die abwartende Haltung der EZB gestützt. Das Ausmaß der Wertschwankungen ist auf einen neuen Tiefstand gesunken und die Renditeaufschläge sind zurückgegangen. Das Anleihenkaufprogramm der EZB ist indirekt auch dem Hochzinssegment zugutegekommen. Zwar dürften diese positiven Effekte nun an Einfluss verlieren, jedoch rechnen wir nicht mit einer scharfen Korrektur. Sollte die EZB ihre Anleihenkäufe drosseln, wird sie immer noch ein sehr bedeutender Käufer am Markt für Unternehmens- und Staatsanleihen bleiben. Gleichzeitig geht das

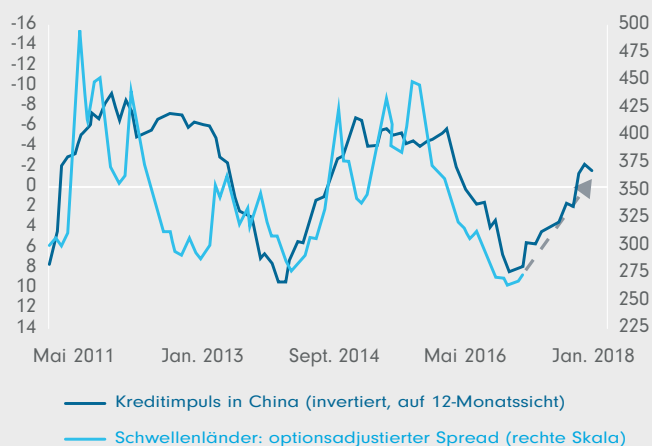
Anleihenangebot am europäischen Hochzinsmarkt zurück, sodass das Angebots-/Nachfrage-Verhältnis vorteilhaft bleibt. Zudem sind die Indikatoren für das Wirtschaftswachstum in Europa äußerst günstig, und die geringe Inflation wird die EZB bei einer etwaigen Straffung ihrer Geldpolitik behutsam vorgehen lassen. Das recht hohe Bewertungsniveau spricht aktuell allerdings eher für eine neutrale als für eine übergewichtete Positionierung.

Vorsicht gegenüber dem Hochzinsmarkt in den USA und Asien

Gegenüber Hochzinsanleihen aus den USA und Asien bleiben wir vorsichtig positioniert. Zwar sind die wirtschaftlichen Fundamentaldaten in beiden Regionen sehr gut, doch ist auf kurze Sicht die Möglichkeit einer Konjunkturabschwächung in Betracht zu ziehen. Speziell der US-Markt befindet sich im Vergleich zu anderen Ländern in einer fortgeschrittenen Phase des Kreditzyklus. Stärker verschuldete Emittenten könnten sich schwertun, wenn es infolge der ab Oktober beginnenden Liquiditätsverknappung durch die US-Notenbank zu einem Anstieg der Refinanzierungskosten kommt. Die Entwicklung am asiatischen Hochzinsmarkt hängt stark vom weiteren politischen Geschehen in China ab und könnte unter einer Verschärfung des Konflikts zwischen den USA und Nordkorea leiden.

Anleihen aus Schwellenländern

Kreditimpuls in China gegenüber 2016 deutlich gefallen



Quelle: Fidelity International, Haver, UBS, August 2017. Der Kreditimpuls ist definiert als die Veränderung des Verhältnisses von Nettokreditvergabe und Bruttoinlandsprodukt gegenüber dem Vorjahr.

Abstand zwischen Realrenditen in Schwellenländern und entwickelten Staaten auf 10-Jahreshoch



Quelle: Fidelity International, Bloomberg, HSBC, August 2017.

Ausblick

Hohe Bewertungen infolge starker Anlegernachfrage

Anleihen aus Schwellenländern gehören zu den verzinslichen Anlagen, die in diesem Jahr am besten abgeschnitten haben. Die Mittelzuflüsse in die Anlageklasse waren so hoch wie seit fünf Jahren nicht mehr und spiegeln breit angelegte Umschichtungen renditesuchender Investoren wider, die sich aus hochbewerteten Marktsegmenten in den entwickelten Staaten zurückziehen. Besonders davon profitiert haben Lokalwährungspapiere, nicht zuletzt aufgrund der Schwäche des US-Dollar. Die Bewertungen haben deutlich angezogen und befinden sich nun auf historisch hohem Niveau.

Risiken sind absehbar

Das weitere Abschnitten von Schwellenländeranleihen wird von drei Faktoren abhängen: der internationalen Geldpolitik, der Entwicklung in China und dem Geschehen am Rohstoffmarkt. Besonders wichtig ist zum einen die US-Notenbank, da sie die globalen Kapitalkosten maßgeblich beeinflusst, zum anderen der von China ausgehende Wachstumsimpuls. Beide Faktoren tragen erheblich zu den Kapitalzu- bzw. -abflüssen in den Schwellenländern bei. Die absehbare Straffung der Geldpolitik in den USA und möglicherweise auch im Euroraum dürfte zu einer globalen Verknappung an Kapital führen und die Renditeaufschläge von Schwellenländeranleihen unter Druck setzen. Gleichzeitig ist in China mit einer staatlich gesteuerten Drosselung der Kreditvergabe zu rechnen, speziell im Immobiliensektor. Die für die Schwellenländer wichtigen Rohstoffpreise könnten bei einem wieder aufwertenden US-Dollar nachgeben. Vor

diesem Hintergrund erscheint Vorsicht gegenüber der Anlageklasse angebracht.

Hartwährungssegment: Unternehmensanleihen bevorzugt

Bei Schwellenländeranleihen, die auf internationale Reservewährungen lauten, bevorzugen wir nach wie vor Unternehmenspapiere gegenüber Staatsanleihen. Dafür spricht ihre bessere Bonität, die ihnen in einem schwieriger werdenden Umfeld in den kommenden Monaten zugutekommen sollte.

Lokalwährungssegment: Chancen bei sinkenden Zinsen

In lokalen Währungen ausgestellte Anleihen dürften weiterhin gut abschneiden. Das Segment bietet derzeit eine hohe reale Verzinsung bei rückläufiger Inflation und weiterhin lockerer Geldpolitik der lokalen Notenbanken. Von daher sehen wir vor allem in Ungarn und Peru Spielraum für einen Rückgang der Zinsen und entsprechende Kursgewinne.

Vorsicht gegenüber Schwellenländerwährungen

Im Zuge der Abwertung des US-Dollar haben viele Währungen aus Schwellenländern profitiert. Die steigenden Wechselkurse haben im laufenden Jahr entscheidend zum Anlageergebnis von Lokalwährungsanleihen beigetragen. Im weiteren Verlauf könnte sich der Trend jedoch umkehren, da die Normalisierung der Geldpolitik in den USA den Dollar wieder stärken könnte.

Gewerbeimmobilien

Kernaussagen

- Der kräftige Konjunkturaufschwung und eine voraussichtlich kaum veränderte Geldpolitik sollten den Immobilienmarkt in Kontinentaleuropa stützen.
- In Großbritannien dagegen bremsen vor allem die durch den Brexit eingetrübten wirtschaftlichen Perspektiven die Entwicklung. Die sehr guten Renditen britischer Gewerbeimmobilien im laufenden Jahr dürften 2018 kaum aufrechtzuerhalten sein.
- An beiden Märkten gibt es Risiken, aber auch Chancen. Allgemein sind die Bewertungen erstklassiger Liegenschaften bereits hoch. In Kontinentaleuropa halten wir eine Core Plus/Value Add-Strategie für aussichtsreich. In Großbritannien sollte der Fokus auf möglichst sicheren Mieterträgen und langfristigen Mietverhältnissen ein überdurchschnittliches Ergebnis ermöglichen.

Prognosen von Fidelity

Erwarteter Gesamtertrag	2017	5 Jahre
Europäischer Markt*	11,7% ± 2%	4,9 ± 3%
Britischer Markt**	8,2% ± 3%	6,9% ± 3,5%

Quelle: Fidelity International, Jones Lang LaSalle, RealFor, MSCI IPD, August 2017.

* Prognosen für den synthetischen Ertrag erstklassiger Immobilien in Westeuropa (ohne Großbritannien) und mögliche Abweichung vom Basisszenario

** Prognosen für den Ertrag des MSCI IPD UK All Property Index und mögliche Abweichung vom Basisszenario

Gewerbeimmobilien: Kontinentaleuropa

Ausblick

Solider Konjunkturaufschwung

Die seit dem Frühjahr erkennbare gute Stimmung in der Wirtschaft ist in einen unerwartet starken Aufschwung gemündet. In Deutschland, den Niederlanden und Spanien wurden die BIP-Wachstumszahlen merklich nach oben korrigiert. Die niederländische Wirtschaft wuchs allein im zweiten Quartal um eindrucksvolle 1,5%.¹ Das entspricht annähernd dem Wachstum, das in Ländern wie Belgien und Frankreich in einem ganzen Jahr zu erwarten ist. Die Wachstumsprognosen für 2018 und 2019 sind in den meisten europäischen Ländern um 20-30 Basispunkte angehoben worden. Dies sollte Anlegern, die sich in Europa engagieren wollen, zusätzlich entgegenkommen und das Vertrauen in die Stabilität der Mieterträge am Immobilienmarkt stärken. Die Möglichkeiten, von einer Anpassung der Mieten an die Inflation zu profitieren, haben sich angesichts deutlich erhöhter Prognosen für die Kerninflation auf Sicht von ein bis drei Jahren ebenfalls verbessert.

Angebot und Nachfrage im Ungleichgewicht

Auch die Lage am Markt für gewerbliche Immobilien ist ermutigend. So dürfte das nach der Finanzkrise entstandene Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage fortbestehen. Zum Beispiel ist der Anteil jährlich fertiggestellter neuer Büroimmobilien in Westeuropa (ohne Großbritannien) von seinem langfristigen Durchschnittswert (1,9% des Gesamtbestands) im Zeitraum von 2011 bis 2016 auf nur 1,2% gesunken.² Trotz eines leichten Anstiegs im Jahr 2017 auf 1,4% liegt der aktuelle sowie der für 2018 und 2019 prognostizierte Wert nach wie vor deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt. 2020 und 2021 soll er sogar wieder zurückgehen. Gleichzeitig

besteht ein klarer Aufwärtstrend bei den Bürovermietungen. In vielen Ländern Europas liegen die Neuvermietungen deutlich über dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre.² Angesichts des unterdurchschnittlichen Niveaus der Neubaufertigstellungen dürfte das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage speziell im Bereich Büroimmobilien in den kommenden fünf Jahren fortbestehen. In anderen Segmenten sind dagegen stärkere Neubauaktivitäten zu beobachten.

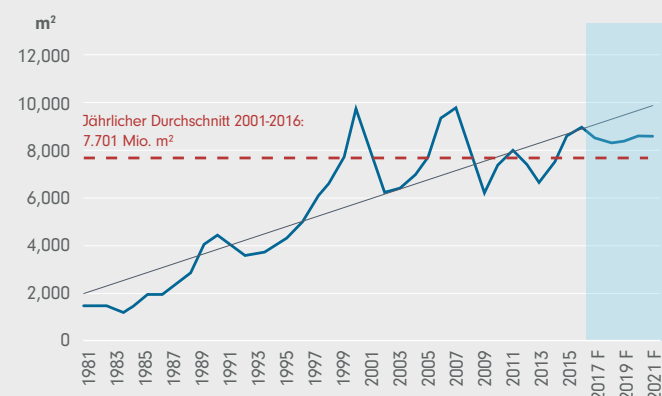
Weiterhin günstige Situation für Core Plus / Value-Add-Strategien

Erhebliche Sorgen bereitet uns das wachsende Ausmaß des „Überschusskapitals“ grenzüberschreitend agierender Investoren, die die Renditen erstklassiger Immobilien in vielen Ländern bereits auf Rekordstände gedrückt haben. Dennoch bietet das Umfeld aus solider Konjunkturerholung, sehr guter Unternehmensentwicklung und Mangel an hochwertigen Mietobjekten nach wie vor Chancen für Investoren, die über fundierte Marktkenntnisse verfügen. So sehen wir Potenzial bei Neuinvestitionen in sehr guten B-Lagen sowie kurzfristige Chancen beim Verfolgen von Core Plus- und Value-Add-Strategien. Sie dürften mehr abwerfen als die für die kommenden fünf Jahre prognostizierten Gesamterträge erstklassiger Objekte von unter 5% p.a..

¹Oxford Economics, August 2017.

²Jones Lang LaSalle, August 2017

Neubau von Bürogebäuden in Westeuropa (ohne Großbritannien)



Prognosen von Fidelity*

Globale Prognosen (aggregiert)	2017	5 Jahre
Gesamtertrag am Markt	11,7% ± 2%	4,9 ± 3%
Laufender Ertrag am Markt	3,8% ± 0,5%	3,7 ± 0,5%
Mietanstieg am Markt	3,1% ± 1	1,5 ± 1,5%
Wertzuwachs am Markt	7,9% ± 2	1,2 ± 3%

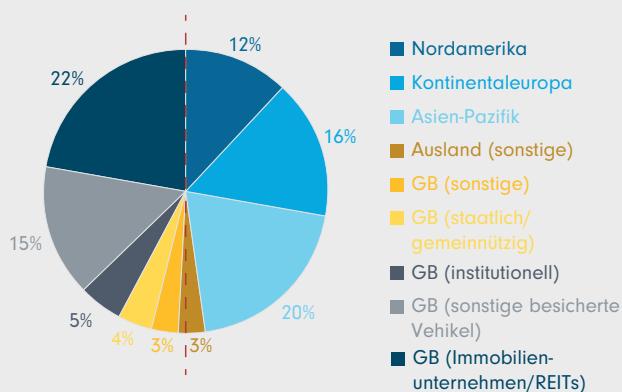
* Prognosen für den synthetischen Ertrag erstklassiger Immobilien in Westeuropa (ohne Großbritannien) und mögliche Abweichung vom Basisszenario

Quelle: Fidelity International, Jones Lang LaSalle, August 2017.

Gewerbeimmobilien: Großbritannien

Anlagen in britischen Immobilien nach Kapitalherkunft

1. HJ 2017 = 18,2 Mrd. Pfund



Quelle: Fidelity International, Real Capital Analytics, MSCI UK Quarterly Index, August 2017.

Prognosen von Fidelity**

Globale Prognosen (aggregiert)	2017	5 Jahre
Gesamtertrag am Markt	8,2% ± 3%	6,9% ± 3,5%
Laufender Ertrag am Markt	4,6% ± 0,5%	4,7% ± 0,5%
Mietanstieg am Markt	0,9% ± 0,5%	1,5% ± 1%
Wertzuwachs am Markt	3,4% ± 3%	2,2% ± 3,5%

** Prognosen für den Ertrag des MSCI IPD UK All Property Index und mögliche Abweichung vom Basisszenario

Quelle: Fidelity International, RealFor, MSCI IPD, August 2017.

Ausblick

Gedämpfte Konjunkturaussichten

Politische und wirtschaftliche Risiken bleiben die zentralen Herausforderungen, während es bei den Brexit-Verhandlungen kaum erkennbare Fortschritte gibt. Dies macht sich bei den Unternehmensinvestitionen bemerkbar, die seit Anfang 2016 infolge der Unsicherheit über die Folgen des EU-Austritts stagnieren.³ Die jüngsten Konjunkturdaten für das zweite Quartal lassen weitere Schwachstellen erkennen: Die gestiegene Inflation untergräbt die Kaufkraft der Verbraucher, gleichzeitig bleibt der angesichts des schwachen Pfunds erwartete Exportschub aus. Das Wirtschaftsforschungsinstitut Oxford Economics prognostiziert für 2017 ein BIP-Wachstum in Großbritannien von 1,7%. Das wäre der niedrigste Wert unter den meisten reifen Volkswirtschaften der Welt. Für die darauffolgenden beiden Jahre erwartet das Institut sogar nur 1,5% bzw. 1,6%.

Wieder verstärkte Aktivität einheimischer Käufer

Trotz bestehender Unsicherheiten hat sich der britische Immobilienmarkt gemäß seinem langfristigen Trend entwickelt. Ermutigend ist, dass rund die Hälfte des Transaktionsvolumens im ersten Halbjahr 2017 auf inländische Investoren entfiel. Dabei waren Immobilienunternehmen, REITs und Investmentfonds am aktivsten. Bei den ausländischen Kapitalzuflüssen dominierten asiatische Anleger, die US-Investoren auf den zweiten Platz verdrängten. Auch aus Deutschland flossen mehr Mittel zu als gewöhnlich. Wir rechnen aber damit, dass das Investitionsvolumen in Großbritannien künftig unter seinen langfristigen Durchschnitt sinkt. So wird das ungünstigere wirtschaftliche Umfeld sehr wahrscheinlich die Nachfrage ausländischer Anleger dämpfen. Neben der sich verschlechternden funda-

mental Lage dürfte sich dabei auch ein möglicher Mangel an verfügbaren erstklassigen Anlageobjekten bemerkbar machen. Lokale Käufer dagegen werden wahrscheinlich verstärkt außerhalb Großbritanniens investieren oder ihre Anlageentscheidungen aufschieben, bis mehr Klarheit hinsichtlich des Brexit besteht oder Anzeichen für eine Konjunkturaufhellung erkennbar sind.

Schwieriger werdendes Umfeld absehbar

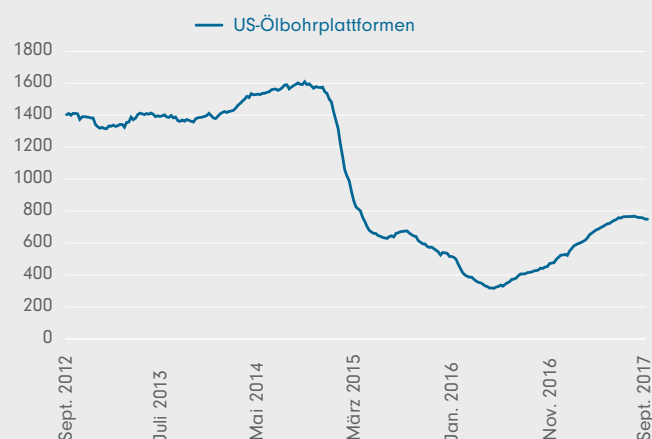
Im Unterschied zu den Prognosen für die Gesamtwirtschaft wird für Gewerbeimmobilien eine sehr gute Entwicklung bis zum Jahresende erwartet. So wurden die Prognosen für den Gesamtertrag des MSCI IPD UK All Property Index für 2017 von 5,5% im Mai auf 8,2% im Juli heraufgesetzt.⁴ Dabei unterstellen die Prognosen, dass es infolge der Kapitalzuflüsse zu ausgeprägten Wertsteigerungen bei erstklassigen Immobilien kommt. Dies mag für das laufende Jahr noch zutreffen, doch die auf 5-Jahressicht prognostizierten Renditen von 6,9% p.a. erscheinen zu optimistisch. Wir rechnen daher in den kommenden sechs Monaten mit Abwärtsrevisionen der Prognosen, wenn sich eine wirtschaftliche Abschwächung bemerkbar zu machen beginnt. In einem voraussichtlich schwieriger werdenden Umfeld kommt es vor allem auf die Sicherheit der Erträge und die Qualität der Mieter an. Anleger mit entsprechendem Fokus, die eine auf stabile oder steigende Mieterträge abzielende Strategie verfolgen, werden sehr wahrscheinlich im Zeitraum von 2018 bis 2021 bessere Ergebnisse erzielen als der Gesamtmarkt.

³Oxford Economics, August 2017.

⁴Fidelity International, RealFor, MSCI IPD UK All Property Index, August 2017.

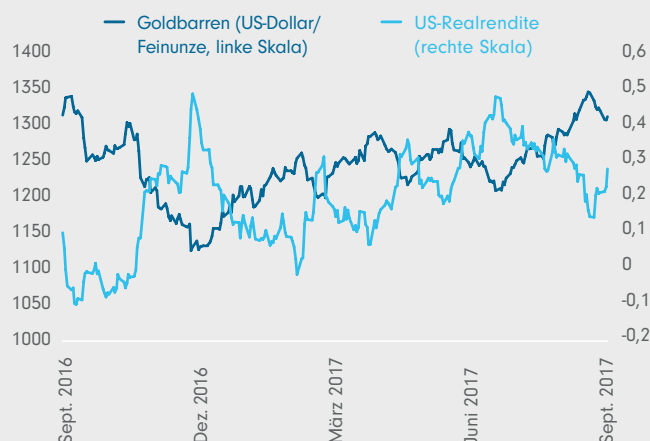
Rohstoffe

Zahl der aktiven US-Ölbohrplattformen stagniert



Quelle: Thomson Reuters Datastream, September 2017.

Bei steigenden Realrenditen verliert Gold meist an Glanz



Quelle: Thomson Reuters Datastream, September 2017.

Ausblick

Angebotsverknappung lässt Metallpreise steigen

Die Preise zahlreicher Metalle haben sich in den letzten Monaten sehr gut entwickelt, hauptsächlich aufgrund einer Verringerung der Produktionskapazitäten. Bemerkbar gemacht hat sich dies am stärksten in Australien und Brasilien, wo bereits frühzeitig die Entscheidung zur Produktionseinschränkung als Reaktion auf fallende Rohstoffpreise getroffen wurde. Zur Verknappung des Angebots beigetragen hat auch die staatlich veranlasste Schließung von kleineren Minen in China.

Gleichzeitig ist die Rohstoffnachfrage robust geblieben. Das Wachstum der Weltwirtschaft ist im laufenden Jahr stärker als erwartet ausgefallen, was Rohstoffen zugutegekommen ist. Die Schritte der chinesischen Regierung zur Drosselung der Konjunktur im ersten Halbjahr haben sich zwar noch nicht deutlich bemerkbar gemacht. Wir gehen aber davon aus, dass sich diese Maßnahmen letztlich in einem verlangsamen Wachstum niederschlagen. Dies beeinträchtigt insbesondere die Aussichten von Industriemetallen. In diesem Segment würde uns eine stimmungsgetriebene Preiskorrektur angesichts der zuvor erfolgten kräftigen Aufwärtsbewegung nicht überraschen. Auf längere Sicht wirkt das fundamentale Bild jedoch intakt und bei anhaltendem Wachstum der Weltwirtschaft erscheinen die derzeitigen Preise nicht überzogen.

Öl: mittelfristig eingetrübte Aussichten

Die fundamentale Lage am Ölmarkt hat sich 2017 unseren Erwartungen entsprechend entwickelt und war von anhaltend sinkenden Lagerbe-

ständen geprägt. In den vergangenen Monaten fiel die Ölproduktion in den USA niedriger als erwartet aus, wozu durch den Hurrikan Harvey verursachte Produktionsausfälle beigetragen haben. Interessanterweise haben sich die monatlichen Öllagerbestände in den USA relativ schwach entwickelt, obwohl die Zahl der aktiven Ölbohrplattformen zugenommen hat. Mittlerweile stagniert sie allerdings, was zusammen mit rückläufigen Lagerbeständen auf kurze Sicht für eine positive fundamentale Situation am Ölmarkt sorgt. Mittel- bis langfristig jedoch wird ein wieder steigender Ölpreis zu einer Ausweitung der Produktion aus unkonventionellen Quellen in den USA führen, die sich als robuster und anpassungsfähiger erwiesen hat als von vielen angenommen.

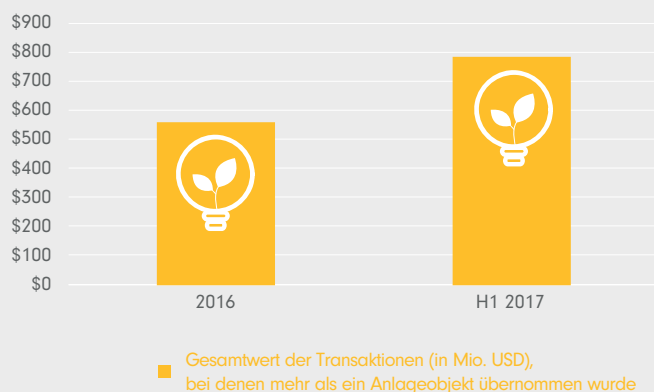
Goldpreis könnte bei steigenden Realrenditen leiden

Den Sommer über ist der Goldpreis angesichts der Spannungen auf der koreanischen Halbinsel kräftig gestiegen. Im letzten Quartal des laufenden Jahres könnte er allerdings unter Druck geraten. So werden die realen Anleihenrenditen, die ein guter Indikator für die Goldpreisentwicklung sind, in den kommenden Monaten wahrscheinlich zulegen. Der Auslöser dafür könnte eine Straffung der Geldpolitik durch die Notenbanken sein, die damit auf das künftige Wirtschaftswachstum und die weiter sinkende Arbeitslosigkeit reagieren. Zwar unterstellen die Finanzmärkte nur einen geringfügigen Zinsanstieg bis Ende 2018, doch besteht erheblicher Spielraum für eine Anpassung der Erwartungen. Da bei den realen Renditen ein Anstieg relativ wahrscheinlich ist, halten wir Vorsicht bei Edelmetallen wie Gold für angebracht.

Alternative Anlagen

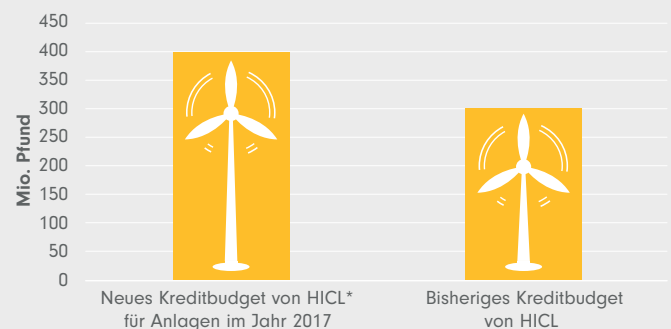
Infrastruktur

Vermehrte Übernahmen im Bereich erneuerbare Energien



Quelle: IJ Global, Juli 2017.

Mehr Kapital zur Anbindung von Offshore-Windparks



*HICL Infrastructure Company Limited
Quelle: IJ Global, Juli 2017.

Ausblick

Erneuerbare Energien bieten erweiterte Chancen

Anlagen zur Erzeugung von Strom aus erneuerbaren Energiequellen waren in den letzten zehn Jahren ein wichtiges Wachstumsfeld im Infrastrukturbereich. Zwar sind die staatlichen Subventionen angesichts gesunkener Kosten reduziert worden, doch ist noch eine Vielzahl in Betrieb befindlicher Anlagen verfügbar, die noch unter dem großzügigeren früheren Reglement errichtet wurden und dementsprechend von höheren Subventionen profitieren.

Im Bereich erneuerbare Energien registrieren wir eine steigende Zahl betriebsbereiter Anlagen, die auf den Markt kommen, und tätigen dementsprechend weiterhin zahlreiche Neuerwerbungen. Das Fachmagazin IJ Global berichtete jüngst, dass das Volumen der Übernahmen im Bereich erneuerbare Energien im ersten Halbjahr 2017 um 40% höher als im Gesamtjahr 2016 war.

Neue Chancen ergeben sich auch daraus, dass der Bedarf an zusätzlicher Infrastruktur steigt. Beispielsweise erfordert der Bau von Windkraftanlagen im Meer Kabel zum Anschluss an die bestehenden Stromnetze auf dem Festland. Neuartige Anlagen wie diese können häufig überdurchschnittliche Renditen für das tatsächlich damit verbundene Risiko abwerfen, da Investoren dort eine erhöhte Risikoprämie einkalkulieren. In dem Maße, in dem solche Anlagen gängig werden und mehr Erfahrungswerte dazu vorliegen, wird die Risikobewertung effizienter, und der Wert der Anlagen kann dann nach oben revidiert werden.

Dieser Effekt war jüngst bei zwei unserer börsennotierten Vehikel zu beobachten, von denen eines erst kürzlich in ein Projekt zur Anbindung von Offshore-Windkraftwerken investiert hatte und das andere sich bereits zu einem früheren Zeitpunkt in entsprechenden Anlagen engagiert hatte. Während der eine Käufer scheinbar einen Preisaufschlag gezahlt hat, steht dem eine entsprechende Neubewertung der Anlage des zweiten Vehikels gegenüber. Zu beobachten ist zudem, dass die Nutzung von Batteriespeichern im britischen Elektrizitätsnetz an Bedeutung gewinnt. Dazu trägt die Ankündigung eines staatlichen Investitionsprogramms mit einem Volumen von 246 Mio. Pfund zur Förderung des Einsatzes von Batterien bei.

Im Vergleich zu sonstigen Infrastrukturanlagen weisen Investitionen im Bereich erneuerbare Energien tendenziell eine höhere Rendite auf und erfordern eine geringere Kreditfinanzierung. Dem steht allerdings eine größere Schwankungsbreite der laufenden Erträge gegenüber. Dies ist zum Teil auf die Schwankungen der Windintensität zurückzuführen, zum Teil auf die Entwicklung der sonstigen Energiepreise, was auf den ersten Blick überraschen mag. Für uns stellen Engagements im Bereich erneuerbare Energien ein wertvolles Element unserer Infrastrukturanlagen dar und dürften in den kommenden zehn Jahren an Bedeutung gewinnen.



Wichtiger Hinweis

Dieses Dokument richtet sich nur an professionelle Investoren und stellt keine geeignete Grundlage für Privatanleger dar. Vervielfältigung und Verbreitung dieses Dokuments sind nur mit vorheriger Genehmigung erlaubt. Eine Anlageentscheidung sollte in jedem Fall auf Grundlage des Kundeninformationsdokumentes „Wesentliche Anlegerinformationen“ und des veröffentlichten Verkaufsprospektes, des letzten Geschäftsberichtes und - sofern nachfolgend veröffentlicht - des jüngsten Halbjahresberichtes getroffen werden. Diese Unterlagen sind die allein verbindliche Grundlage des Kaufes. Sie erhalten diese Unterlagen in Deutschland kostenlos über FIL Investment Services GmbH, Postfach 200237, 60606 Frankfurt am Main oder www.fidelity.de. Für Österreich: Die oben genannten Dokumente erhalten Sie kostenlos bei FIL Investment Services GmbH, Postfach 200237, 60606 Frankfurt am Main sowie bei der österreichischen Zahlstelle UniCredit Bank Austria AG, Vordere Zollamtsstraße 13, 1030 Wien, Österreich oder über www.fidelity.at. FIL Investment Services GmbH und FIL (Luxembourg) S. A. veröffentlichen ausschließlich produktbezogene Informationen und erteilen keine Anlageempfehlung. Das Research und die Analysen, die in diesem Dokument enthalten sind, wurden von Fidelity International für die eigenen Investmentaktivitäten erstellt. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen beziehen sich auf den Tag der Veröffentlichung und können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Aus externen Quellen bezogene Informationen werden für zuverlässig gehalten, doch ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit kann nicht garantiert werden. Die Nennung von Einzeltiteln dient ausschließlich der Illustration und ist nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung zu verstehen. Bitte beachten Sie, dass diese Ansichten nicht länger aktuell sein können und Fidelity daraufhin bereits reagiert haben kann. Der Wert der Anteile kann schwanken und wird nicht garantiert. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine zuverlässigen Indikatoren für zukünftige Entwicklungen. Fremdwährungsanlagen sind Wechselkursschwankungen unterworfen. Fidelity, Fidelity International, das Fidelity International Logo und das F-Symbol sind Markenzeichen von FIL Limited. Sollten Sie in Zukunft keine weiteren Marketingunterlagen von uns erhalten wollen, bitten wir Sie um Ihre schriftliche Mitteilung an den Herausgeber dieser Unterlage. Herausgeber für Deutschland: FIL Investment Services GmbH, Kastanienhöhe 1, 61476 Kronberg im Taunus. Herausgeber für Österreich: FIL (Luxembourg) S.A., 2a rue Albert Borschette, 1021 Luxembourg, Luxemburg. Stand: Oktober 2017. MK9491/ MKAT6321.