

Vontobel

Investors' Outlook

Zeit für eine Pause

Juli 2023



2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Boxenstopp: Rück- und Ausblick

6 Markt-Highlights

Zwischenbilanz zur Jahresmitte

8 Viewpoint

Ruhe suchen in Qualitätsunternehmen

12 Anlageklassen im Fokus

16 Prognosen

Impressum

Herausgeber

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Redaktion

Corinne Gretler,
Senior Investment Writer,
Vontobel
Investment Content Team,
Vontobel

Autoren*

Grant Bughman,
Client Portfolio Manager,
Quality Growth Boutique,
Vontobel

Stefan Eppenberger,
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

Frank Häusler,
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Michaela Huber,
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Dan Scott,
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Erscheinungsweise

Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe September 2023)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

26. Juni 2023

Bemerkungen

* Siehe «Analystenbestätigung» unter
«Rechtliche Hinweise» auf Seite 17

Zeit für eine Pause



—
Dan Scott
 Head of Vontobel Multi Asset,
 Vontobel

Geschätzte Leserschaft

Die erste Hälfte des Jahres 2023 haben wir hinter uns – ein guter Zeitpunkt, innezuhalten und das Vergangene Revue passieren zu lassen. Dazu hat sich auch die US-Notenbank Fed entschieden und im Juni nach 15 Monaten mit zehn aufeinanderfolgenden Zinserhöhungen den Pause-Knopf gedrückt.

Endlich ist eingetroffen, worauf viele gewartet haben: Die Fed steht auf dem Bremspedal. Doch ihr Vorsitzender Jerome Powell hat angedeutet, dass sie ihren Leitzins dieses Jahr noch zwei weitere Male anheben könnte.

Dem trauen allerdings nicht alle Anleger über den Weg. Sie fragen sich, warum die US-Notenbank jetzt eine Pause einlegt, wenn doch klar ist, dass der Kampf gegen die Inflation weitere Zinserhöhungen erfordert. Powell legte es als Gelegenheit aus, die verzögerten Auswirkungen der bisherigen geldpolitischen Straffung auf die Wirtschaft zu beurteilen. Gleichzeitig betonte er, die Fed habe noch einen langen Weg vor sich, bis die Inflation bei ihrem Zielwert von 2% liege.

Wir rechnen mit höchstens noch einer weiteren Zinserhöhung, bevor Anfang 2024 dann Senkungen erfolgen dürften. Wir vermuten, dass die Fed weniger darauf erpicht ist, den Leitzins anzuheben, als vielmehr darauf, zu verhindern, dass die Märkte aggressive Zinssenkungen einpreisen. Wie dem auch sei, jetzt kann sie sich ganz auf die Inflationbekämpfung konzentrieren, da der US-Arbeitsmarkt die Wirtschaft kräftig stützt und die Rezession weiter auf sich warten lässt. Somit dürfte sie ihre Geldpolitik später lockern, als wir bislang annahmen. Allfällige neuerliche Zinsanhebungen sollten unseres Erachtens in stark gemässigtem Tempo erfolgen.

Derweil geht die Debatte weiter, ob der Konjunktur eine weiche Landung gelingen wird oder nicht. Aus unserer Sicht ist eine Rezession im Anmarsch. Dennoch sind die Aktienbewertungen gestiegen. Dies lässt darauf schliessen, dass die Anleger keine grösseren Risiken sehen. Sie handeln Aktien, als würde sich die Wirtschaft bereits erholen. Dies erscheint uns etwas zu optimistisch angesichts der inzwischen viel strengeren Kreditvergabe-Bedingungen.

Im vorliegenden Investors' Outlook erfahren Sie, was wir für die zweite Jahreshälfte erwarten und warum wir weiterhin überzeugt sind, dass eine Rezession bevorsteht. Wir erläutern ausserdem, mit welchem Gegenwind Gold zu kämpfen hat und weshalb wir bei Unternehmensanleihen in den kommenden zwölf Monaten mit attraktiveren Einstiegsmöglichkeiten rechnen. Des Weiteren beleuchten diesmal unsere Kollegen der Quality Growth Boutique die Auswirkungen der US-Bankenkrise – eine Folge des aggressiven geldpolitischen Straffungszyklus.

Nachdem die Fed den Pause-Knopf gedrückt hat, legt auch unsere Publikation in den Sommerferien einen Boxenstopp ein. Wir melden uns wieder mit der September-Ausgabe. In der Zwischenzeit beobachtet Ihr Multi-Asset-Team weiterhin die Märkte für Sie, jederzeit bereit, bei Bedarf aufs Gas zu drücken.

Wir wünschen Ihnen schöne Ferien. Erholen Sie sich gut.

→ **Webcast**

Um unseren Webcast zu den neuesten Marktentwicklungen zu sehen, klicken Sie bitte [hier](#).



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Boxenstopp: Rück- und Ausblick

Bis Ende Juni entwickelte sich die Konjunktur nach dem für die spätzyklische Phase typischen Muster. Die Kreditvergabe wurde restriktiver, die finanziellen Bedingungen schwieriger. Erst bekam der US-Immobilienmarkt Risse, dann geriet das Bankensystem ins Wanken. Als Nächstes häufen sich wahrscheinlich die Zahlungsausfälle. Nach der ereignisreichen ersten Jahreshälfte befassen wir uns nun mit dem, was uns in den kommenden sechs Monaten erwarten könnte.

Die Zentralbanken geben weiterhin den Ton an. Das jüngste wichtige Ereignis war der Entscheid der US-Notenbank Fed, mit Zinsanhebungen zu pausieren. Die Anleger werden die Massnahmen der Zentralbanken in den kommenden Monaten aufmerksam verfolgen. Dabei gilt es einiges zu beachten: Die Fed hat bereits einen etwas weniger aggressiven Kurs eingeschlagen. Ihr Pendant in Europa, die Europäische Zentralbank (EZB), hinkt hinterher, hat aber bereits angetönt, dass im Juli eine weitere Zinsanhebung anstehen könnte. Eine solche könnte sich aus unserer Sicht als Fehlentscheid entpuppen, mit anderen Worten eine Erhöhung zu viel sein mit dem Risiko einer Rezession. In den Schwellenländern dagegen haben einige Zentralbanken bereits Massnahmen zur Stützung der Konjunktur ergriffen. Die People's

Bank of China hat ihren wichtigsten Leitzins gesenkt, und anderweitige Stimulierungsmassnahmen für Chinas Wirtschaft dürften folgen.

Überdies beschäftigt das Thema Rezession die Anleger weiterhin. Unseres Erachtens lautet die Frage nun nicht mehr, ob sie eintreten wird, sondern wann. Der starke US-Arbeitsmarkt und die Ersparnisse aus der Zeit der Pandemie haben den Konsumenten bislang Rückhalt gegeben und die Rezession verzögert. Wir erwarten sie nun gegen Ende des Jahres, also etwas später als bislang prognostiziert. Damit verschiebt sich auch der von uns erwartete Zeitpunkt, wann die Fed zu Zinssenkungen übergehen wird, vom 3. Quartal 2023 ins 1. Quartal 2024.

Das Inflationsniveau dürfte vorerst weiter sinken. Wegen Basiseffekten könnte es allerdings sein, dass die Teuerung in der zweiten Jahreshälfte vorübergehend leicht zunimmt. Einen signifikanten Anstieg halten wir für unwahrscheinlich.

Vor diesem Hintergrund belassen wir unsere derzeitige Portfolio-Positionierung unverändert. Die Details unserer Asset Allocation finden Sie auf Seite 5.

| | UNTERGEWICHTET | | NEUTRAL | ÜBERGEWICHTET | | |
|------------------------------------|----------------|--------|---------|---------------|-------|---|
| | stark | leicht | | leicht | stark | |
| 1 Liquidität | | → | | | | An unserem taktischen Untergewicht in Liquidität halten wir fest. |
| 2 Anleihen | | | → | | | Für Anleihen bleiben wir neutral. Die US-Notenbank Fed dürfte ihren Leitzins im 1. Quartal 2024 senken, womit die Renditen zwei- und zehnjähriger Anleihen fallen dürften. Daher fühlen wir uns mit unserer bisherigen Anleihen-Positionierung immer noch komfortabel. Das heisst, wir halten am Übergewicht in Staats- zulasten von Unternehmensanleihen fest. Unsere Sicht auf Letztere ist negativ, da ihre gegenwärtigen Renditeaufschläge nach unserem Ermessen die möglichen Konjunkturrisiken nicht ausreichend entschädigen. Dies gilt besonders für hochverzinsliche Papiere. Für Investment-Grade-Papiere bleiben wir neutral. Das Übergewicht in Schwellenländeranleihen in Hartwährung belassen wir ebenfalls unverändert. |
| 3 Aktien | | | | → | | Auf Neun-Monats-Sicht erachten wir die Politik der Zentralbanken als wichtigste Triebfeder für die Finanzmärkte. Sie dürfte den Aktienmärkten mittelfristig die Richtung vorgeben. Unser Basisszenario geht davon aus, dass die Fed ihren Leitzins frühestens im 1. Quartal 2024 senken wird. Daher finden wir eine positive Sicht auf Aktien nach wie vor angebracht. Entsprechend halten wir die Anlageklasse insgesamt weiterhin übergewichtet, wobei wir Schwellenländer stärker gewichten als Industrieländer. Aktien von Schwellenländern dürfte zugutekommen, dass dort die Konjunkturdynamik stärker ist und die Bewertungen günstiger sind als in den Industrieländern, der US-Dollar sich letztlich abschwächen dürfte, die Aktien-Risikoprämien der Schwellen- und Industrieländer weiter auseinanderdriften dürften und die Zentralbanken einiger Schwellenländer, auch jene Chinas, bereits mit Zinssenkungen begonnen haben. Innerhalb der Industrieländer bleiben wir neutral für Aktien aus der Schweiz, Europa, den USA und Japan. |
| 4 Gold | | | | → | | Gold bevorzugen wir weiterhin mittels leichtem Übergewicht. Das Edelmetall legte im bisherigen Jahresverlauf eindrucklich zu, wenngleich in den letzten Wochen etwas gemächlicher. Das leichte Nachlassen ist zum einen den Gewinnmitnahmen einiger Anleger geschuldet, zum andern der Befürchtung, die Fed könnte ihre Zügel erneut straffen, woraufhin der US-Dollar an Wert gewann (Gold und Dollar korrelieren in gegenläufiger Richtung). Ein weiterer Grund ist die kürzliche Anhebung der Schuldenobergrenze in den USA. Denn sie verhinderte die drohende Zahlungsunfähigkeit der US-Regierung, woraufhin der sichere Hafen Gold wieder etwas weniger gesucht war. Die langfristigen Aussichten für Gold bleiben aber intakt: Eine Rezession ist in Sicht, die geopolitischen Risiken sind nach wie vor hoch und der Dollar sowie die realen US-Zinsen als die zwei wichtigsten Triebfedern für Gold dürften letztlich nach unten tendieren. |
| 5 Rohstoffe | | | → | | | Für Rohstoffe bleiben wir neutral. Das Rezessionsrisiko wird zum Teil aufgewogen durch verschiedene Risiken auf der Angebotsseite und die konjunkturstützenden Massnahmen, welche der hungrige Rohstoffverbraucher China nun ergriffen hat. |
| 6 Alternative Strategien | | → | | | | Gegenüber alternativen Strategien bleiben wir insgesamt negativ, wobei wir Hedgefonds weiterhin leicht untergewichten und bei Immobilien nach wie vor neutral positioniert sind. |

Zwischenbilanz zur Jahresmitte

Ende 2022 präsentierten wir erstmals unser makroökonomisches Basisszenario für 2023. Damals stellten wir eine Rezession in den USA, eine sinkende Inflation und eine wieder unterstützende Geldpolitik der Zentralbanken in Aussicht. Zur Jahresmitte zeigt sich: Einiges davon ist bereits eingetroffen, anderes noch nicht.



—
Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

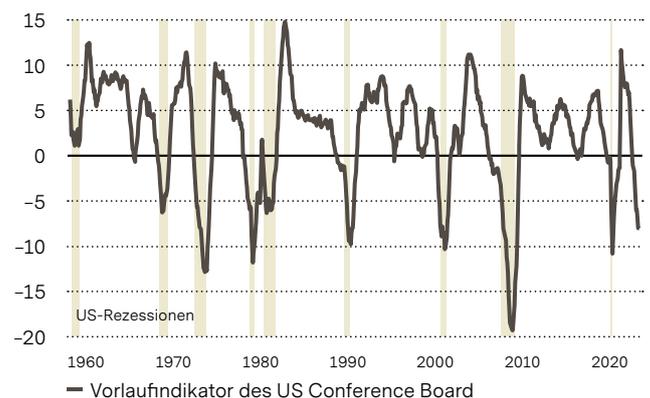
Manche unserer Annahmen haben sich als richtig erwiesen: Die höheren Zinsen lasten auf zinssensitiven Branchen, wozu auch Immobilien und das verarbeitende Gewerbe gehören. Die Banken haben ihre Kreditvergabe-Bedingungen markant verschärft. Der chinesische Wachstumsmotor ist nach einem fulminanten Jahresauftakt ins Stottern geraten.

All diesen Entwicklungen zum Trotz lässt aber die US-Rezession weiter auf sich warten. Hauptgrund hierfür sind die Konsumenten. Sie halten die Wirtschaft weiter am Laufen, gestützt durch den robusten Arbeitsmarkt und noch immer vorhandene Ersparnisse aus der Zeit der Pandemie.

Doch aufgeschoben ist nicht aufgehoben. Erstens sind die negativen Auswirkungen höherer Zinsen noch nicht vollends in der Realwirtschaft angekommen. Zweitens führen strengere Kreditvergabe-Bedingungen in einer «kreditgetriebenen» Wirtschaft zu immer grösseren Rissen, wie zum Beispiel an den hochgeschwellten Risikoprämien für gewerbliche Immobilien abzulesen ist. Drittens scheint Unterstützung von ausserhalb der USA fraglich. Denn die europäische Wirtschaft hat viel von ihrem anfänglichen Schwung verloren, und die chinesische Wirtschaft erholt sich nur schleppend. Viertens deuten fast alle wichtigen Vorlaufindikatoren weiterhin auf eine baldige Rezession hin (Grafik 1).

Grafik 1: Wichtige Vorlaufindikatoren signalisieren baldige US-Rezession

Veränderung zum Vorjahr (in %)

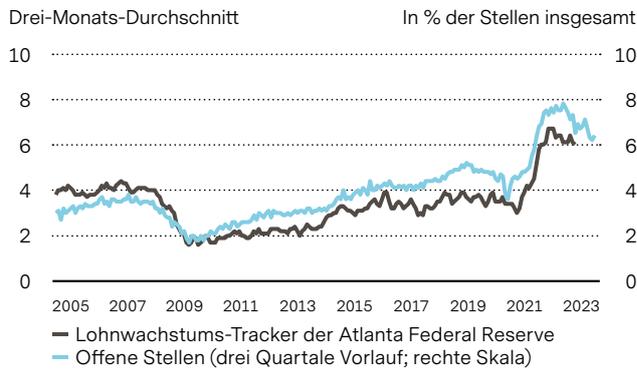


Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Disinflation in vollem Gange

Basiseffekte, die restriktive Geldpolitik, die anhaltende Normalisierung der globalen Lieferketten und tiefere Energiepreise führten, wie von uns erwartet, zu einem deutlichen Rückgang der US-Inflation. Ein Blick auf Grafik 2 zeigt, dass es für weniger Lohndruck nicht zwingend mehr Arbeitslosigkeit braucht. Es reichen auch schon weniger offene Stellen. Wenngleich die Inflation immer noch über dem Zielwert der US-Notenbank Fed liegt, hat sie sich seit ihrem Höchststand inzwischen mehr als halbiert – im Mai zum Beispiel betrug sie «nur» noch 4% gegenüber Vorjahr. Erfreulich ist, dass nun auch die bisher hartnäckige Dienstleistungsinflation sinkt. Deutlich sank die Inflation im Mai auch in der Eurozone (6,1%) und der Schweiz (2,2%).

Grafik 2: Weniger offene Stellen genügen, um Lohndruck zu senken



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

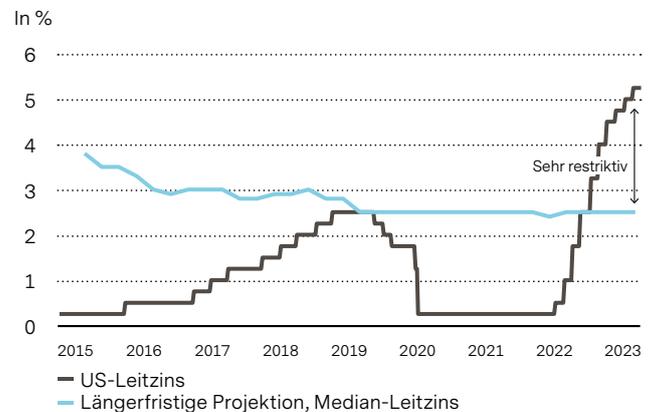
Wir gehen nicht davon aus, dass die Inflation im zweiten Halbjahr wieder signifikant zunehmen wird, obwohl im Vorjahresvergleich die letztjährigen Basiseffekte bald entfallen. Dies liegt unter anderem an dem noch immer schwachen Wirtschaftswachstum, dem Fehlen eines starken fiskalischen Impulses sowie der restriktiven Geldpolitik. China als zweitgrösste Wirtschaft der Welt könnte in den nächsten Monaten gar für importierte Deflation sorgen (die chinesischen Konsumentenpreise verharren nahe der 0%-Grenze, während die Produzentenpreise bereits im deflationären Bereich liegen).

Verzögerte Rezession verzögert Zinssenkungen

Der robuste Arbeitsmarkt und die bislang ausgebliebene Rezession erlauben den Zentralbanken, sich ganz auf die Inflationsbekämpfung zu fokussieren. Somit dürften sie ihre straffe Geldpolitik etwas später lockern. Neu erwarten wir den Kurswechsel der Fed nicht mehr im 3. Quartal 2023, sondern im 1. Quartal 2024.

Für uns steht aber ausser Frage, dass ihre Geldpolitik wieder unterstützender sein wird. Erstens ist die Fed auch nach ihren eigenen Massstäben bereits ausserordentlich restriktiv (Grafik 3). Zweitens verspricht sie selbst Zinssenkungen für 2024 und 2025 aufgrund der rückläufigen Inflation. Sinkt diese rascher – wovon wir ausgehen – dürften auch Zinssenkungen früher zum Thema werden. Drittens hat eine US-Rezession – unser Basisszenario – in der Vergangenheit immer Zinssenkungen nach sich gezogen.

Grafik 3: Fed sogar nach ihren eigenen Massstäben äusserst restriktiv



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel



Ruhe suchen in Qualitäts- unternehmen

Der Zusammenbruch einiger regionaler US-Banken und das Taumeln einer Reihe sonstiger Banken in den letzten Monaten zählten zu den unerwünschten Folgen eines der aggressivsten geldpolitischen Straffungszyklen der jüngsten Vergangenheit. Neben einer möglichen weiteren Verschärfung der finanziellen Bedingungen wird auch eine «harte Landung» der Wirtschaft immer wahrscheinlicher. In den vor uns liegenden schwierigen Zeiten können Qualitätsunternehmen, deren Rentabilität weniger von makroökonomischen Faktoren abhängt, Anlegern Widerstandsfähigkeit bieten.



10 Viewpoint



—
Grant Bughman
Client Portfolio Manager,
Quality Growth Boutique,
Vontobel

Die komplexen Probleme, mit denen Banken heutzutage konfrontiert sind, resultieren aus dem dramatischen Anstieg der Zinssätze im vergangenen Jahr, mit dem die US-Notenbank ihren Kampf gegen die anhaltend hohe Inflation fortsetzte. Zunächst einmal stellte der Ansturm auf exponierte Kreditgeber ein Vertrauensproblem dar. In einer Welt, in der Einlagen durch blosses Berühren eines Bildschirms bewegt werden können, ist das Vertrauen in das Bankensystem wesentlich fragiler als in der Vergangenheit. Wir glauben, dass durch die Massnahmen der Aufsichtsbehörden, wie die implizite Absicherung von Einlagen über 250 000 US-Dollar und die Liquiditätsversorgung betroffener Banken, das Vertrauen zurückgewonnen wurde, wenn auch noch nicht vollständig. Sollte das Vertrauen weiterhin schwanken, hat die Regierung die Möglichkeit, eine aggressivere Politik zu verfolgen, beispielsweise durch eine Garantie für alle Einlagen im Bankensystem. Dieser moralisch nicht unproblematische letzte Ausweg könnte jedwede Panik wirksam eindämmen.

Seit dem Höhepunkt der Krise im März ist in den wöchentlichen Einlagendaten kein klares Muster der Geldströme zu erkennen. Im Zuge der Insolvenz der Silicon Valley Bank kam es zu einer Verlagerung der Einlagen von kleineren zu grösseren Banken. Diese Entwicklung hat etwas nachgelassen, und die Ströme sind seitdem unbeständig, was möglicherweise auf eine Rückkehr in ruhigeres Fahrwasser hindeutet.

Im Mittelpunkt der jüngsten Bankenkrise in den USA stand die unterschiedliche Laufzeit der Aktiven und Passiven bei den Instituten. Die insolventen Banken hatten einen erheblichen Anteil ihrer Vermögenswerte in festverzinsliche Anleihen und Kredite investiert, die bei steigenden Zinsen an Wert verloren. Für Bilanzierungszwecke werden diese Verluste – je nach zugeordneter Kategorie – unterschiedlich verbucht. Unabhängig von der bilanziellen Beurteilung waren die Auswirkungen der Marktbewertung auf die Höhe der festverzinslichen Vermögenswerte so erheblich, dass das Eigenkapital vieler Finanzinstitute praktisch aufgezehrt wurde. Solange die Banken jedoch nicht zum Verkauf gezwungen sind, kön-

nen sich diese nicht realisierten Verluste aufgrund höherer Zinssätze schliesslich umkehren. Können die Banken ihre Einlagen halten, werden die Verluste auf der Aktivseite nicht realisiert. Darüber hinaus ist durch die Zinssatzerhöhung der Wert der Bankeinlagen gestiegen. Da es sich bei vielen Guthaben um Transaktionsguthaben auf Girokonten handelt, werden nicht alle Einlagen auf Konten mit einer höheren Rendite umgeschichtet, und die Banken könnten theoretisch eine ausreichende Marge erzielen, um die Buchverluste im Laufe der Zeit auszugleichen.

Verschärfte Kreditvergabe-Bedingungen

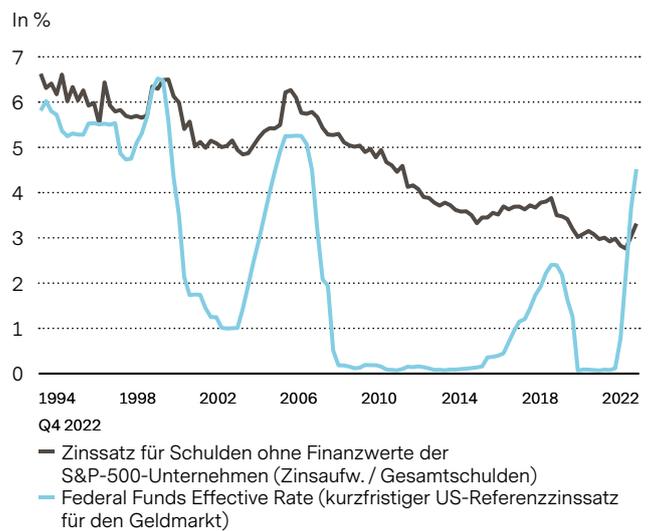
Neben der Vertrauensfrage sehen sich die Banken auch mit Kreditproblemen konfrontiert. Potenzielle Ausfälle oder Wertminderungen von Krediten für Gewerbeimmobilien oder Einzelhandelsobjekte gleichen sich nicht so einfach im Laufe der Zeit aus. Derartige Verluste aus Krediten können die Erträge der Banken vielmehr über einige Quartale hinweg beeinträchtigen und mit dem Rückzug der Banken aus dem Risikogeschäft die bereits schwierigen finanziellen Bedingungen weiter verschärfen. Dies würde sich sicherlich auf die Erträge einiger Banken auswirken. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass die Verluste hoch genug ausfallen, um ein systemisches Problem darzustellen. Mit Sicherheit lässt sich das aber nicht beurteilen. Auch gesamtwirtschaftliche Auswirkungen sind relevant, da sich mit strengeren Kreditvergabe-Bedingungen die Wahrscheinlichkeit einer Rezession erhöhen könnte.

Das Wachstum der letzten zehn Jahre im Bereich «Private Credit» hat die Risiken im Bankensystem reduziert und sie auf die Anleger in den entsprechenden Strategien übertragen. Dazu gehören beispielsweise Pensionskassen, die ihr Engagement im Bereich dieser alternativen Anlagen intensiviert haben. Ein erheblicher Teil dieser in den letzten Jahren gewährten Darlehen wurde zu variablen Zinssätzen vergeben, die nun sukzessive nach oben angepasst werden. Unternehmen, die Schulden aufnehmen, zeichnen sich in der Regel durch eine geringere Qualität aus, was bei schrumpfender Wirtschaft und in einem Umfeld höherer Zinssätze ihre Fähigkeit zur Rückzahlung in Frage stellt. Etwaige Ver-

luste würden nicht die Banken treffen, da die Vermögensmassen ausserhalb des traditionellen Bankensystems liegen. Banken vergeben jedoch auch Kredite an kleinere Unternehmen, in der Regel zu variablen Zinssätzen, so dass ein Anstieg diese Unternehmen stärker unter Druck setzen würde. Schliesslich könnte sich auch die Marge der Kreditgeber für die risikoreichsten Schulden erhöhen, was die Kreditverknappung weiter verschärfen würde.

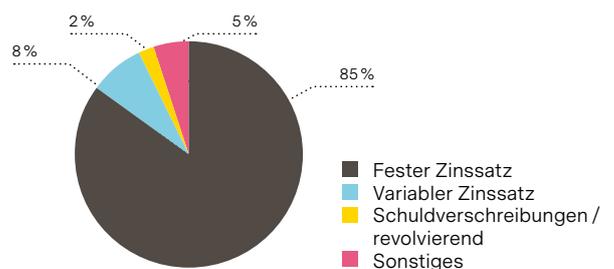
Zinserhöhungen wirken sich auf grosse börsennotierte Unternehmen im S&P 500 nicht so stark aus wie auf kleinere oder weniger hochwertige Kreditnehmer (Grafik 1). Dies ist darauf zurückzuführen, dass die meisten Kredite auf dem Anleihenmarkt vergeben werden, wo die Rendite im Allgemeinen zum Zeitpunkt der Emission festgelegt wird (Grafik 2). Für Unternehmen, die für den Rückkauf von Aktien oder Übernahmen Fremdkapital aufgenommen haben, steigen die Fremdkapitalkosten im Laufe eines Jahres aufgrund der längeren Laufzeit und der festen Zinssätze nicht dramatisch an. Unternehmen, die sich bei der Finanzierung ihres Wachstums in den letzten zehn Jahren zu sehr auf niedrige Zinssätze verlassen haben, werden jedoch in Zukunft in unruhigeres Fahrwasser geraten, da die Kapitalkosten erheblich über dem gewohnten Niveau liegen werden.

Grafik 1: S&P 500 ohne Finanzwerte: Zinssatz für Schulden vs. effektiver Zinssatz der US-Notenbank



Grafik 2: Schulden von US-Grossunternehmen sind überwiegend festverzinslich

Schuldenstruktur von S&P-500-Unternehmen ohne Finanzwerte



Einschätzung des Umfelds für Anleihen



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Bei Anleihen favorisieren wir weiterhin das obere Qualitätssegment, in erster Linie Staatsanleihen. Wir sehen aber auch Anlagemöglichkeiten bei Schwellenländerpapieren. Bei Unternehmensanleihen sind wir insgesamt nach wie vor defensiver positioniert als bei Staatsanleihen, wobei wir Investment-Grade-Papiere neutral und hochverzinsliche Papiere untergewichtet.

Insgesamt finden wir das Renditepotenzial der Anleihenmärkte zwar attraktiv, sehen aber Unterschiede in den einzelnen Segmenten. Wir bevorzugen die defensiveren und jene höherer Qualität, wie Staatsanleihen. Denn ihre Bewertungen, laufenden Erträge und Liquiditätseigenschaften erscheinen uns derzeit als attraktiv. Da die Konjunkturabschwächung zu Verwerfungen führen könnte, erachten wir den Liquiditätsaspekt als zusätzlichen Vorteil, erlaubt er doch eine schnelle und effiziente Umschichtung in riskantere Marktbereiche, sobald die Titel die Wirkung der strafferen Geldpolitik angemessen spiegeln.

Renditen von Staatsanleihen attraktiv

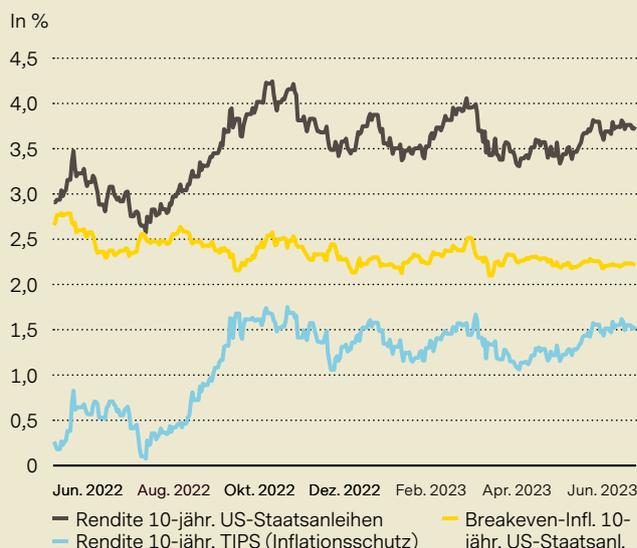
Die aktuellen Bewertungen von Staatsanleihen halten wir für attraktiv. Analysieren wir die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen, unterteilt in die Komponenten reale

Rendite und Breakeven-Inflation, sehen wir, dass sie im Oktober 2022 ihren Höchststand erreichte mit 1,66% realer Rendite und 2,59% Breakeven-Inflation. Inzwischen liegt die reale Rendite nur wenige Basispunkte tiefer, die Breakeven-Inflation hingegen deutlich tiefer als damals. Somit dürfte Letztere kaum signifikant steigen, es sei denn, die Inflation nimmt dauerhaft zu – wovon wir aber nicht ausgehen. Unseres Erachtens ist der Spielraum für einen weiteren Anstieg der nominalen Renditen von Staatsanleihen begrenzt, denn ihre realen Renditen sind bereits hoch (Grafik 1).

Hochzinsanleihen untergewichtet

In Hochzinsanleihen bleiben wir weiterhin untergewichtet, da uns ihre Bewertungen nicht überzeugen, die Profitabilität der Unternehmen erhöhten zyklischen Risiken ausgesetzt ist und damit das Risiko steigt, dass ihre Kreditqualität herabgestuft wird oder sie ihren Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen können. Am Markt der Unternehmensanleihen scheinen die Anleger Sorgen über eine mögliche Rezession nicht grösser geworden. Klar für eine Rezession sprechen die inverse Zinskurve – sie lässt auf eine zu aggressive geldpolitische Straffung der US-Notenbank Fed schliessen – und die durch sinkende Ölpreise und eine restriktivere Kreditvergabe angedeutete Wirtschaftsabschwächung. In der Vergangenheit wurden jeweils wenige Monate vor oder während einer Rezession die Kreditvergabe-Bedingungen restriktiver und weniger Kredite nachgefragt. Trotzdem zeigen sich Unternehmensanleihen aktuell überraschend robust und ihre Renditeaufschläge zu Staatsanleihen sind stabil (Grafik 2). Letztere dürften aber in den kommenden zwölf Monaten steigen und damit bessere Einstiegsmöglichkeiten eröffnen.

Grafik 1: Nominale Renditen tendenziell sinkend



Grafik 2: Unternehmensanleihen-Mehrenditen und Konjunktur-Vorlaufindikatoren nicht im Einklang



Wie beständig ist die Aktien-Hausse?



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

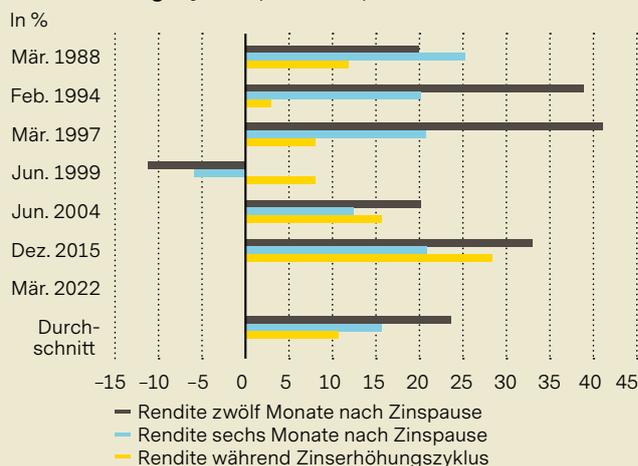
Die globalen Aktienmärkte sind in den ersten sechs Monaten des Jahres offenbar die sprichwörtliche «Wall of worry», die «Mauer der Angst» hochgeklettert. Der wichtigste globale Aktienindex von MSCI, der MSCI ACWI, hat – mit Stand bei Verfassen dieses Berichts – um über 10% seit Jahresbeginn zugelegt und um nahezu 25% seit seinem Tiefpunkt im Oktober. Damit ist die Definition eines Bullen-Marktes erfüllt.

In der ersten Juni-Hälfte stiegen die Aktienmärkte weiter, einmal mehr angeführt von Wachstums-, Qualitäts- und grosskapitalisierten Werten. Die Überzeugung der Anleger, die Unternehmensgewinne hätten ihren Tiefpunkt nun überwunden, beflügelte die Wertentwicklung zusätzlich. An der makroökonomischen Front war der Juni keineswegs ruhig, besonders mit dem Entschluss der US-Notenbank Fed, ihren Zinserhöhungszyklus nach 15 Monaten zu pausieren. In der Vergangenheit führte dies jeweils in den darauffolgenden sechs bis zwölf Monaten zu positiven Aktienrenditen (Grafik 1). Des Weiteren verbesserte sich die Anlegerstimmung deutlich, als sich die USA schliesslich doch noch darauf einigen konnten, ihre Schuldenobergrenze zu erhöhen (Grafik 2). In der zweiten Juni-Hälfte schwankten

die Aktienmärkte dann etwas mehr. Unter anderem herrschte Unklarheit, als die Fed verlauten liess, nach der Juni-Pause seien weitere Zinserhöhungen möglich. Auf der Stimmung lasteten auch enttäuschende globale makroökonomische Daten, die zusammen mit den hartnäckig inversen Zinskurven darauf hinweisen, dass eine Rezession langsam, aber sicher näher rückt.

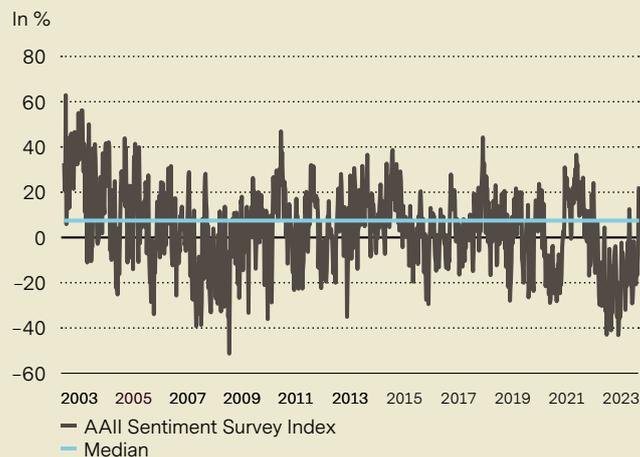
In der Vergangenheit waren in Phasen mit inversen Zinskurven Aktienmarkt-Hausen um nahezu 30% nichts Aussergewöhnliches. Auf die meisten von ihnen folgte jeweils eine Rezession. Strukturell und auf Unternehmensebene sieht aber die Gegenwart ganz anders aus als damals. Somit lassen sich die Hausen kaum mehr vergleichen. Des Weiteren gilt zu berücksichtigen, dass es dem Markt derzeit an Breite fehlt, geht doch die diesjährige Hausse auf wenige Qualitäts-, Wachstums- und grosskapitalisierte Werte zurück. Deshalb sind auch die Bewertungskennzahlen zu relativieren. Zudem ist es unserer Meinung nach schwierig, plausibel nachzuweisen, dass solch «enge» Märkte immer ein schlechtes Zeichen für Aktien sind. Überdies sind die Aktienmärkte im Vergleich zu früher effizienter und besser strukturiert, und die Unternehmen sind weniger verschuldet und generieren mehr Cashflow. Seit letztem Oktober legen die Investoren – nicht überraschend in Zeiten einer schwächelnden Konjunktur oder bevorstehenden Rezession – hohen Wert auf vorhersehbare und nachhaltige Gewinne. Dies dürfte in der zweiten Jahreshälfte so bleiben in Anbetracht der zunehmenden makroökonomischen Risiken. Unter Berücksichtigung unseres neunmonatigen Anlagehorizonts und dem erwarteten Kurswechsel der Fed frühestens im 1. Quartal 2024 halten wir eine positive Sicht auf Aktien weiterhin für angebracht.

Grafik 1: Rendite S&P 500 während bzw. nach Zinserhöhungszyklus (seit 1988)



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 2: Über 20% mehr Bullen als Bären (seit 2003)



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Gegenwind für Gold



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Die Wertentwicklung von Gold seit Jahresbeginn ist immer noch beachtlich. Dennoch glänzt das Edelmetall in letzter Zeit ein bisschen weniger.

Weshalb? Erstens scheint die Gefahr eines Zahlungsausfalls der USA fürs Erste gebannt, nachdem die Schuldenobergrenze Anfang Juni angehoben wurde. Zweitens schürte das Treffen zwischen Chinas Präsident Xi Jinping und US-Aussenminister Antony Blinken Hoffnung auf eine Wiederannäherung der zwei Supermächte. Beide Entwicklungen dürften den Appetit auf den «sicheren Hafen» Gold etwas geschmälert haben (Grafik 1).

Ein weiterer bedeutsamer Grund ist das restriktive Auftreten wichtiger Zentralbanken. Auf der jüngsten Sitzung der US-Notenbank Fed äusserte beispielsweise der Vorsitzende Jerome Powell, dass keines der stimmberechtigten Mitglieder bis Ende Jahr mit Zinssenkungen rechnet. Eine weitere Straffung der Geldpolitik wäre für Gold klar negativ, da höhere (reale) Zinsen die Opportunitätskosten für das Halten der zinslosen Anlage erhöhen würden. Auf einer Anhörung vor dem US-Kongress wenige Tage später schlug Powell ähnlich restriktive Töne an. Auch andernorts zeigten sich die Währungshüter entschlossen.

Die Bank of England zum Beispiel hob ihren Leitzins stärker als erwartet um 50 Basispunkte an. Derweil drosselte die Schweizerische Nationalbank ihrerseits zwar das Erhöhungstempo, stellte aber weitere Zinsschritte in Aussicht. Die restriktive Zentralbank-Rhetorik verlieh den US-Anleiherenditen und Inflationserwartungen – und mit ihnen dem US-Dollar – weiteren Auftrieb (Gold und der US-Dollar korrelieren in gegenläufiger Richtung).

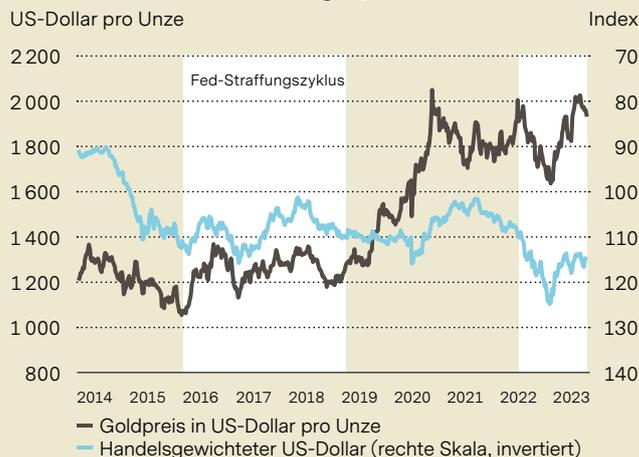
Auch die Nachfrage nach physischem Gold scheint ins Stocken zu geraten. Berichten zufolge steigt beispielsweise die Zurückhaltung der wichtigen chinesischen Konsumenten zusehends, da ihre heimische Wirtschaft schwächelt. Die Gold- und Silberverkäufe Chinas sind im Mai gegenüber Vorjahr «nur» noch um 24% gewachsen, deutlich weniger als in den Vormonaten.

Unserer Meinung nach sollte Gold aber bald wieder an Glanz zulegen. Erstens ist der Kurswechsel der Fed nur aufgeschoben, nicht aufgehoben (Grafik 2). In der Vergangenheit war ein solcher Kurswechsel jeweils ein positiver Katalysator für den Goldpreis. Bei Eintreten einer US-Rezession – eine solche ist Teil unseres Basisszenarios – senkte die Fed in der Vergangenheit immer die Zinsen. Zweitens beginnt das Schwergewicht China nun seine Wirtschaft zu stimulieren. Drittens dürfte das geopolitische Risiko hoch bleiben.

Grafik 1: Einige Anleger haben ihr Engagement in Gold reduziert



Grafik 2: Gold profitierte in der Vergangenheit jeweils am Ende eines Fed-Straffungszyklus



Zyklische Dollarschwäche dauert an



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Der US-Dollar hat im vergangenen Monat rund 1% und seit seinem diesjährigen Höchststand mehr als 10% an Wert verloren, gemessen am US Dollar Index (Grafik 1). Dies trotz des entschlossenen Auftretens der US-Notenbank Fed, die den Anlegern eine Geldpolitik mit noch länger hohen Leitzinsen suggeriert.

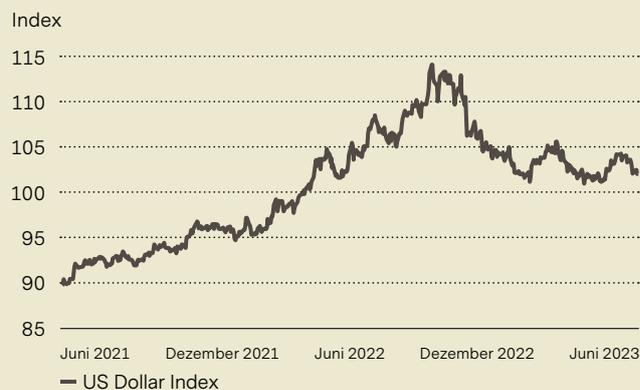
Mit den schrumpfenden Zinsunterschieden zu anderen Ländern sollte sich der US-Dollar abschwächen. Wir rechnen mit einer Verlangsamung der Wirtschaftsaktivität und einem Rückgang der Inflation. Diese Entwicklung könnte Anleger dazu verleiten, von höchstens noch einer weiteren Zinserhöhung auszugehen und über Zinssenkungen in den USA zu spekulieren. Wenn die Fed ihre Straffungspolitik nun pausiert und letztlich ihren Leitzins senkt, wird sich der Zinsvorteil der USA gegenüber der G10, der Gruppe der zehn führenden Industrieländer, verringern (Grafik 2).

Warum der Euro aufwerten könnte

Der Euro hat sich gegenüber dem Dollar erholt und damit die beim Ausverkauf im Mai erlittene Abwertung wieder weitgehend wettgemacht. Nachdem der Wechselkurs Ende Mai auf einen Tiefststand von 1.0635 absackte, ist er inzwischen wieder über die Marke von 1.09 geklettert und liegt damit am oberen Rand seiner diesjährigen Handelsbandbreite von 1.05 bis 1.10. Die Reihe gestiegener Höchststände (im Januar und April) gefolgt von gestiegenen Tiefstständen (im März und Mai) im bisherigen Jahresverlauf zeigt, dass der Aufwärtstrend anhält.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat ihre Geldpolitik nur langsam gestrafft. Da sie der Fed hinterherhinkt, überrascht es nicht, dass die Inflation in der Eurozone höher ist als in den USA. Zwar dürfte der Leitzins-Spitzenwert der Fed höher sein als jener der EZB. Doch Letztere wird ihre Geldpolitik höchstwahrscheinlich weiter straffen, nachdem die Fed ihren Spitzenwert erreicht haben wird. Die somit schrumpfende Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone spricht für eine Aufwertung des Euro.

Grafik 1: US-Dollar sinkt weiter



Quelle: Bloomberg, Vontobel

Grafik 2: US-Zinsvorteil schwindet



Quelle: Bloomberg, Vontobel

Konjunktur und Finanzmärkte 2021 – 2024

Die folgende Liste zeigt für Bruttoinlandprodukt (BIP), Inflation/Inflationserwartung, Notenbankzinsen, 10-jährige Staatsanleihen, Wechselkurse und Rohstoffe die effektiven Werte, Wechselkurse und Preise für die Jahre 2021 und 2022 sowie die Konsens-Prognosen für die Jahre 2023 und 2024.

| BIP (IN %) | 2021 | 2022 | AKTUELL¹ | KONSENS 2023 | KONSENS 2024 |
|-------------------|-------------|-------------|----------------------------|---------------------|---------------------|
| Global (G20) | 5,6 | 2,6 | 2,4 | 2,4 | 2,3 |
| Eurozone | 5,3 | 3,5 | 1,0 | 0,6 | 1,0 |
| USA | 5,9 | 2,1 | 1,6 | 1,3 | 0,8 |
| Japan | 2,3 | 1,1 | 1,9 | 1,2 | 1,1 |
| Grossbritannien | 8,5 | 4,0 | 0,2 | 0,2 | 0,9 |
| Schweiz | 4,3 | 2,0 | 0,7 | 0,8 | 1,4 |
| Australien | 5,3 | 3,6 | 2,3 | 1,5 | 1,6 |
| China | 8,4 | 3,0 | 4,5 | 5,5 | 4,9 |

| INFLATION | 2021 | 2022 | AKTUELL² | KONSENS 2023 | KONSENS 2024 |
|------------------|-------------|-------------|----------------------------|---------------------|---------------------|
| Global (G20) | 3,5 | 7,3 | 6,3 | 5,2 | 3,70 |
| Eurozone | 2,6 | 8,4 | 6,1 | 5,5 | 2,50 |
| USA | 4,7 | 8,0 | 4,0 | 4,1 | 2,60 |
| Japan | -0,3 | 2,5 | 3,2 | 2,8 | 1,50 |
| Grossbritannien | 2,6 | 9,1 | 8,7 | 7,1 | 2,90 |
| Schweiz | 0,6 | 2,9 | 2,2 | 2,4 | 1,50 |
| Australien | 2,9 | 6,6 | 7,0 | 5,6 | 3,20 |
| China | 0,9 | 2,0 | 0,2 | 1,5 | 2,25 |

| NOTENBANKZINSEN (IN %) | 2021 | 2022 | AKTUELL | KONSENS 3 MONATE | KONSENS 12 MONATE |
|-------------------------------|-------------|-------------|----------------|-------------------------|--------------------------|
| EUR | -0,50 | 2,00 | 3,50 | 3,76 | 3,45 |
| USD | 0,25 | 4,50 | 5,25 | 5,35 | 4,25 |
| JPY | -0,10 | -0,10 | -0,10 | -0,09 | -0,08 |
| GBP | 0,25 | 3,50 | 5,00 | 5,00 | 4,50 |
| CHF | -0,75 | 1,00 | 1,75 | 1,81 | 1,62 |
| AUD | 0,10 | 3,10 | 4,10 | 4,50 | 3,90 |
| CNY | 3,80 | 3,65 | 4,35 | 4,30 | 4,25 |

| RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %) | 2021 | 2022 | AKTUELL | KONSENS 3 MONATE | KONSENS 12 MONATE |
|---|-------------|-------------|----------------|-------------------------|--------------------------|
| EUR (Deutschland) | -0,2 | 2,6 | 2,29 | 2,41 | 2,20 |
| USD | 1,5 | 3,9 | 3,68 | 3,53 | 3,38 |
| JPY | 0,1 | 0,4 | 0,36 | 0,59 | 0,64 |
| GBP | 1,0 | 3,7 | 4,28 | 3,98 | 3,54 |
| CHF | -0,1 | 1,6 | 0,89 | 1,20 | 1,09 |
| AUD | 1,7 | 4,1 | 3,95 | 3,95 | 3,51 |

| WECHSELKURSE | 2021 | 2022 | AKTUELL | KONSENS 3 MONATE | KONSENS ENDE 2024 |
|---------------------|-------------|-------------|----------------|-------------------------|--------------------------|
| CHF je EUR | 1,04 | 0,99 | 0,97 | 0,98 | 1,00 |
| CHF je USD | 0,91 | 0,94 | 0,90 | 0,90 | 0,91 |
| CHF je 100 JPY | 0,79 | 0,72 | 0,63 | 0,68 | 0,70 |
| CHF je GBP | 1,23 | 1,12 | 1,14 | 1,13 | 1,14 |
| USD je EUR | 1,14 | 1,06 | 1,09 | 1,10 | 1,12 |
| JPY je USD | 115,00 | 130,00 | 143,00 | 133,00 | 130,00 |
| USD je AUD | 0,73 | 0,67 | 0,67 | 0,68 | 0,70 |
| GBP je EUR | 0,84 | 0,88 | 0,85 | 0,87 | 0,88 |
| CNY je USD | 6,37 | 6,91 | 7,23 | 6,98 | 6,89 |

| ROHSTOFFE | 2021 | 2022 | AKTUELL | KONSENS 3 MONATE | KONSENS 12 MONATE |
|----------------------------|-------------|-------------|----------------|-------------------------|--------------------------|
| Brent-Rohöl, USD je Barrel | 79 | 86 | 74 | 83 | 88 |
| Gold, USD je Feinunze | 1829 | 1824 | 1932 | 1950 | 1997 |
| Kupfer, USD je Tonne | 9720 | 8372 | 8391 | 8500 | 8983 |

¹ Neuste verfügbare Quartalsdaten

² Neuste verfügbare Monatsdaten, G20-Daten nur vierteljährlich

Quelle: Vontobel, jeweilige Statistikämter und Zentralbanken, Stand: 26. Juni 2023

Offenlegungen und Disclaimer

1. Analystenbestätigung

Die in dieser Vontobel-Publikation enthaltene Finanzanalyse wurde von der für die Finanzanalyse zuständigen Organisationseinheit (Sparten Group Investment Strategy, Global Equity Research und Global Trend Research, Buy-Side-Analyse) der Bank Vontobel AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zürich, Telefon +41 58 283 71 11 erstellt (vontobel.com) oder Vontobel Asset Management AG, Genferstrasse 27, CH-8022 Zürich, Tel +41 (0)58 283 71 50 (www.vontobel.com/am). Die Bank Vontobel AG steht unter der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA, Einsteinstrasse 2, 3003 Bern (finma.ch/d/). Die auf Seite 2 der Studie angeführten Autoren bestätigen, dass diese Studie ihre Meinung zu den analysierten Finanzinstrumenten und Emittenten vollständig und präzise wiedergibt und dass sie weder direkt noch indirekt eine Vergütung für die von ihnen in dieser Finanzanalyse vertretenen spezifischen Beurteilungen oder Meinungen erhalten haben. Die Vergütung der Autoren dieser Finanzanalyse hängt nicht direkt vom zwischen Vontobel und dem analysierten Emittenten generierten Investment-Banking-Geschäftsvolumen ab. Die Autoren dieser Finanzanalyse besitzen keine Beteiligungsrechte an den analysierten Gesellschaften. Die Finanzanalyse ist den analysierten Emittenten vor der Weitergabe oder Veröffentlichung nicht zugänglich gemacht worden. Einzelne separate Beiträge enthalten keine direkte oder indirekte Bezugnahme auf konkrete Finanzinstrumente oder Emittenten und stellen keine Finanzanalyse dar. Solche Beiträge können daher auch von Autoren ausserhalb der für Finanzanalyse zuständigen Bereiche erstellt worden sein. Letztere sind von den für die Finanzanalyse geltenden Restriktionen und somit auch von der vorstehenden Bestätigung nicht umfasst und entsprechend nicht unter den auf Seite 2 dieser Unterlage aufgeführten Finanzanalysten genannt.

Der «Investors' Outlook» enthält regelmässig auch Informationen zu hauseigenen Fondsprodukten der Vontobel. Dem insoweit bestehenden Risiko eines Interessenkonflikts aufgrund bestehender wirtschaftlicher Interessen trägt die Bank dadurch Rechnung, dass die Auswahl der jeweils dargestellten Eigenprodukte durch die von den Sales-Bereichen der Bank unabhängige, organisatorisch und informativ getrennte und durch Compliance überwachte Einheit AM/ GIS MACI/ Funds Research and Investments auf Basis des Best-in-Class-Prinzips erfolgt. Bei den in dieser Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich um die an dem jeweils genannten Stichtag letzten verfügbaren Schlusskurse. Eventuelle Abweichungen von dieser Regel werden jeweils offengelegt. Die der Unternehmensbewertung zu Grunde liegenden Zahlen beziehungsweise Berechnungen basieren auf den von den analysierten Emittenten veröffentlichten Finanzinformationen, insbesondere der Gewinn- und Verlustrechnung, der Kapitalflussrechnung und der Bilanz. Als externe Informationen ist die Verlässlichkeit mit entsprechenden Risiken behaftet, für die die Bank Vontobel AG keine Gewähr übernimmt. Die für die Analyse durchgeführten Berechnungen und Schätzungen können sich bei Änderungen in der Bewertungsmethodik und/oder Zugrundelegung anderer, abweichender Modelle, Annahmen, Interpretationen und/oder Schätzungen jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmethoden schliesst das Risiko nicht aus, dass «Fair Values» innerhalb des erwarteten Prognosezeitraumes nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhergesehene Änderungen können sich zum Beispiel aus einem möglichen Wettbewerbsdruck, aus Nachfrageänderungen bei den Produkten eines Emittenten, aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunktureller Aktivität, aus Wechselkurschwankungen oder auch aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Ebenso können regulatorische oder steuerrechtliche Änderungen unvorhersehbare und gravierende Auswirkungen haben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Weitergehende Ausführungen/Informationen zu den methodischen Ansätzen unserer Finanzanalyse sowie des Ratingsystems finden Sie unter vontobel.com/CH/DE/Unternehmen-institutionen-research.

Bewertungsgrundlagen und -methoden

Die Vontobel-Finanzanalysten wenden eine Vielzahl von Bewertungsmethoden (zum Beispiel das DCF- und das EVA-Modell, die «Sum of the parts»-Analyse, die «Break up»- und «Event related»-Analyse oder Kennzahlenvergleiche von Peer-Gruppen und Markt) an, um für die von ihnen betreuten Unternehmen ihre eigenen Finanzprognosen zu erstellen.

2. Disclaimer und Quellenangabe

Obwohl die Erstellerin der Meinung ist, dass die diesem Papier zugrunde liegenden Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Papier enthaltenen Informationen keine Gewähr übernommen werden. Diese Researchberichte in dieser Publikation dienen einzig Informationszwecken und enthalten weder ein Angebot noch eine Kauf-, Verkaufs- oder Zeichnungsaufforderung noch stellen sie eine Investment-Beratung oder eine Beratung über steuerliche Konsequenzen dar. Die Research-Berichte in dieser Publikation wurden ohne Rücksicht auf die individuellen finanziellen Rahmenbedingungen der Empfänger entworfen. Die Erstellerin behält sich vor, jede in dieser Publikation geäußerte Meinung jederzeit zu ändern und/oder zu widerrufen. Die Erstellerin weist zudem darauf hin, dass Aussagen aus den Research-Berichten in dieser Publikation keinesfalls als Beratung bezüglich allfälliger Steuer-, Rechnungslegungs-, Rechts- oder Investitionsfragen verstanden werden dürfen. Die Erstellerin übernimmt weder eine Gewähr dafür, dass die in den Research-Berichten dieser Publikation diskutierten Finanzinstrumente den Empfängern zugänglich sind, noch dass sie für die Empfänger geeignet sind. Empfängern dieser Publikation wird empfohlen, sich vor einem allfälligen Investitionsentscheid von einem Vermögensverwalter, Anlageberater oder einem entsprechenden anderen Berater hinsichtlich der Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, juristischer, regulatorischer, steuerlicher und anderer Konsequenzen beraten zu lassen. Die Erstellerin betrachtet allfällige Empfänger dieses Reports, soweit nicht zusätzliche Geschäfts- oder Vertragsbeziehungen vorliegen, nicht als Kunden. Jede Verwendung, insbesondere der ganze oder teilweise Nachdruck oder die Weitergabe an Dritte, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Bank Vontobel AG und nur mit vollständiger Quellenangabe gestattet. Bank Vontobel AG hat interne organisatorische Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen bzw. diese falls vorhanden und unvermeidlich, offenzulegen. Weitergehende Informationen, insbesondere bezüglich des Umgangs mit Interessenkonflikten und der Wahrung der Unabhängigkeit der Finanzanalyseabteilung, sowie weitere Offenlegungen betreffend Finanzanalyse-Empfehlungen der Bank Vontobel AG finden Sie unter vontobel.com/CH/DE/MiFID-Schweiz. Einzelheiten dazu, wie wir mit Ihren Daten umgehen, finden Sie in unserer aktuellen Datenschutzrichtlinie (vontobel.com/privacy-policy) sowie auf unserer Website zum Datenschutz (vontobel.com/gdpr). Diese Publikation entspricht Marketingmaterial gemäss Art. 68 des Schweizer FIDLEG und dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Sofern Sie keinen weiteren Investors' Outlook von uns erhalten möchten, wenden Sie sich bitte an folgende Email Adresse wealthmanagement@vontobel.com.

18 Rechtliche Hinweise

3. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

Die Verbreitung und Veröffentlichung dieses Dokumentes sowie die darin beschriebenen Anlagen können in gewissen Rechtsordnungen aufgrund der lokalen Gesetze und Vorschriften Beschränkungen unterworfen sein. Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in Ländern verbreitet werden, in denen die Erstellerin oder die Distributorin über die entsprechenden Lizenzen verfügt. Ist in diesem Dokument nichts Gegenteiliges erwähnt, kann bezüglich eines spezifischen Landes nicht davon ausgegangen werden, dass die Erstellerin oder Distributorin über entsprechende Lizenzen verfügt. Bitte beachten Sie die nachfolgenden länderspezifischen Angaben, welche strikte einzuhalten sind. Mit Ausnahme der nachfolgenden speziellen Distributionswege gelten diese Research-Berichte in dieser Publikation als von der auf der Umschlagseite bezeichneten Gesellschaft verteilt.

Informationen für Kunden aus Deutschland

Für die Weitergabe der Finanzanalyse ist die Bank Vontobel Europe AG, Alter Hof 5, D-80331 München verantwortlich. Sie verfügt über die erforderliche Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn, und unterliegt deren Aufsicht. Die Mitarbeiter von Vontobel, die für die Weitergabe von Finanzanalysen verantwortlich sind, unterliegen den jeweils geltenden gesetzlich und aufsichtsrechtlich vorgeschriebenen Compliance-Regelungen. Insbesondere wurden Massnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten ergriffen (zum Beispiel die Kontrolle des Informationsaustausches mit anderen Mitarbeitern, Unabhängigkeit der Vergütung der betroffenen Mitarbeiter, Verhinderung von Einflussnahme auf diese Mitarbeiter, Einhaltung der Vorgaben für Mitarbeitergeschäfte etc.). Die Einhaltung der jeweiligen Compliance-Regelungen und Organisationsanweisungen wird von Compliance-Stellen überwacht.

Additional information for US institutional clients

In the United States of America, this publication is being distributed solely to persons that qualify as major US institutional investors under SEC Rule 15a-6. Vontobel Securities, Inc. accepts responsibility for the content of reports prepared by its non-US affiliate when distributed to US institutional investors. US investors who wish to effect any transaction in securities mentioned in this report should do so with Vontobel Securities, Inc. at the address hereafter and not with Bank Vontobel AG: Vontobel Securities, Inc., 1540 Broadway, 38th Floor, New York, NY 10036, Tel 1 212 792 5820, Fax 1 212 792 5832, e-mail: vonsec@vusa.com. Vontobel Securities Inc. New York, with headquarters at Vontobel Securities AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zurich, Tel +41 58 283 76 17, Fax +41 58 283 76 49, is a broker-dealer registered with the Securities and Exchange Commission and a member of the National Association of Securities Dealers. Bank Vontobel Zurich is a foreign broker dealer which is not delivering services into the USA except for those allowed under the exemption of SEC Rule 15a-6.

Additional information for UK clients

Bank Vontobel AG is a company limited by shares with a Swiss Banking license which has no permanent place of business in the UK and which is not regulated under the Financial Services and Markets Act 2000. The protections provided by the UK regulatory system will not be applicable to the recipients of any information or documentation provided by Bank Vontobel AG and compensation under the Financial Services Compensation Scheme will not be available. Past performance is not indicative of future performance. The price of securities may go down as well as up and as a result investors may not get back the amount originally invested. Changes in the exchange rates may cause the value of investments to go down or up. Any literature, documentation or information provided is directed solely at persons we reasonably believe to be investment professionals. All such communications and the activity to which they relate are available only to such investment professionals; any activity arising from such communications will only be engaged in with investment professionals. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely upon such communications. Any contact with analysts, brokers or other employees of Bank Vontobel AG must be conducted with Bank Vontobel AG directly and not through offices or employees of Vontobel affiliates in London/UK.

Information for Italian investors

This research document prepared by Bank Vontobel AG is distributed according to EU rule 2016/958 by Vontobel Wealth Management SIM S.p.A, Milano authorized and regulated by Consob, via G.B. Martini, 3 – Roma.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

