

Vontobel

Investors' Outlook

Das grosse Ganze
im Blick behalten

Juni 2023

2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Die Fülle der Details schärfen

6 Markt-Highlights

Wann ist mit der Kauflust in den USA Schluss?

8 Viewpoint

Chinesische Aktien: die Zusammenhänge erkennen

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*

Anthony Corrigan,
Client Portfolio Manager, mtX,
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

Roger Merz,
Head of mtX Portfolio Management,
Senior Portfolio Manager,
Vontobel

Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Thomas Schaffner,
Senior Portfolio Manager,
Vontobel

Dan Scott,
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Erscheinungsweise

Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe Juli 2023)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

2. Juni 2023

Bemerkungen

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

Das grosse Ganze im Blick behalten



—
Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Geschätzte Leserschaft

Seit Monaten richten die Anleger ihr Augenmerk auf die Massnahmen der Zentralbanken, die Inflation und die Rezessionsrisiken. Unsicherheit herrscht zwar immer noch, aber die Aussichten scheinen sich allmählich aufzuhellen – ein guter Zeitpunkt, um das grosse Ganze aus etwas mehr Distanz zu betrachten. So wird klarer, dass sich die geldpolitische Straffung stabilisiert und gegen Ende des Jahres einer Lockerung weichen könnte. Denn die Inflation sinkt weiter und die Anzeichen mehren sich, dass eine Rezession bevorsteht. Davon gehen wir schon seit längerem aus.

Aus unserer Sicht fügen sich die Einzelteile derzeit zu einem Bild zusammen, das uns an unserer bisherigen Asset Allocation festhalten lässt. Insgesamt ist für uns jetzt der falsche Zeitpunkt, mehr Risiko einzugehen. Als Renditequelle ziehen wir Anlagen in Schwellenländern solchen in Industrieländern vor. Unseres Erachtens führt kein Weg an Schwellenländer-Anlagen vorbei, auch wenn die geopolitischen Risiken nach wie vor hoch sind. Selbst die Gruppe der sieben grössten Demokratien der Welt schlägt inzwischen einen gemässigten Ton gegenüber China an. Ziel ihres diplomatischeren Auftretens ist, ihre Beziehung zum aufstrebenden und für die globalen Lieferketten sowie die Weltwirtschaft bedeutenden China bei vermindertem Risiko aufrechtzuerhalten.

Während alle Augen auf die Wirtschaftsdaten des Wachstumsmotors China gerichtet sind, machen sich einige Anleger nun Sorgen, da die Erholung nach der Pandemie nachlässt. Der anfängliche Aufschwung im dortigen Immobilienmarkt und Bausektor flaut zwar ab, doch wir sehen längerfristig einen Aufwärtstrend, dessen treibende Kraft die Konsumenten sind. Die Wirtschaft erholt sich also nicht so schnell und gleichmässig wie weithin erhofft, aber sie wächst und wird zusehends vom Konsum getragen. Das hat sich bereits positiv auf europäische und US-Unternehmen ausgewirkt, die stark von chinesischen Konsumenten abhängen.

Apropos Kauflust: Im vorliegenden Investors' Outlook erfahren Sie, wie wir das Umfeld für US-Konsumenten einschätzen und warum diese bald weniger ausgeben dürften, was der sinkenden Inflation förderlich wäre. Ausserdem erklären wir, weshalb der Goldpreis weiter steigen dürfte, und wie sich der US-Dollar weiterentwickeln könnte. Des Weiteren beleuchten diesmal die Kollegen unserer Conviction Equities Boutique das Umfeld für chinesische Aktienanlagen.

Wir behalten das grosse Ganze im Blick, gehen dem Wichtigen darin auf den Grund und teilen unsere Erkenntnisse daraus mit Ihnen.

→ **Webcast**

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



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Die Fülle der Details schärfen

Die Anleger haben die zahlreichen Wirtschaftsdaten und Äusserungen von Zentralbankvertretern eingehend studiert, um sich ein klareres Bild über den möglichen Verlauf bis zum Jahresende zu verschaffen. Die sinkende Inflation, die eine Rezession signalisierenden Vorlaufindikatoren und – besonders wichtig – die wahrscheinliche Lockerung der US-Geldpolitik gegen Jahresende bestätigt, dass wir mit unserem Basis-szenario richtig liegen. Nach genauer Überprüfung der aktuellen Marktrisiken belassen wir unsere Portfolio-Positionierung unverändert.

Der Effekt einer geldpolitischen Straffung schlägt bekanntlich mit einer Verzögerung auf die Realwirtschaft durch. Nun mehren sich die Anzeichen, dass die seit Langem erwartete Rezession wirklich eintreten wird – nach unserer Einschätzung in der zweiten Jahreshälfte. Erschwerte finanzielle Bedingungen und strengere Kreditvergabe-Konditionen gehen nicht spurlos an der Wirtschaft vorbei. Wir gehen davon aus, dass sich im weiteren Jahresverlauf auch die Lage am US-Arbeitsmarkt verschlechtern wird.

Diese Entwicklung könnte Anleger zur Börsenweisheit «Sell in May and go away» mahnen, die sich an die historische Kursentwicklung anlehnt, welche in den Sommermonaten normalerweise schwächer ausfällt. Für diese Theorie sprechen auf den ersten Blick eine ganze Reihe negativer Faktoren. Eine genauere Betrachtung enthüllt aber auch Positives: Die Inflation sinkt weiter bei Anzeichen eines nachlassenden Preisdrucks auch im Dienstleistungssektor. Wir erwarten, dass sich dieser Trend fortsetzen wird. Im Zusammenspiel mit einer Rezession und einem schwächeren Arbeitsmarkt würde dies der US-Notenbank Fed erlauben, ihren Leitzins im vierten Quartal zu senken. Hinweise auf eine mögliche Pause gab sie bereits. Der mögliche Kurswechsel der Fed wird die Märkte unseres Erachtens massgeblich beeinflussen.

Nicht zuletzt bleibt trotz jüngst enttäuschender Wirtschaftsdaten aus China die Wachstumsdynamik in den Schwellenländern deutlich stärker als in den Industrieländern. Daher halten wir an unserem Übergewicht in Schwellenländeraktien fest. Die Details unserer Asset Allocation finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität		→				Aus taktischen Gründen bleiben wir in Liquidität untergewichtet.
2 Anleihen			→			Für Anleihen bleiben wir insgesamt neutral, wobei wir an unserem Übergewicht in Staatsanleihen festhalten. Unser Basisszenario geht davon aus, dass das Wirtschaftswachstum und die Inflation nachlassen und die Zentralbanken ihre geldpolitischen Zügel bald lockern werden. Diese Konstellation spricht für sinkende Zinsen und steigende Renditeaufschläge von Unternehmens- zu Staatsanleihen in den kommenden Monaten. Gleichzeitig dürften der Abschwung des Wohnimmobilienmarktes und die Bankenkrise zusammen zu strengeren Kreditvergabe-Bedingungen sowie höheren Ausfallraten führen. Daher bleiben wir in Staatsanleihen über- und in Hochzinsanleihen untergewichtet. Für Investment-Grade-Anleihen bleiben wir neutral. An unserem leichten Übergewicht in Schwellenländeranleihen in Hartwährung halten wir fest. Wie schon im Vormonat finden wir es noch zu früh, mehr Risiko einzugehen.
3 Aktien				→		An unserem Übergewicht in Aktien halten wir fest. Unser makroökonomisches Basisszenario für 2023 hat sich bisher als richtig erwiesen und uns in der Annahme bestärkt, dass eine Rezession noch dieses Jahr eintreten, die Inflation weiter sinken und die US-Notenbank Fed ihren Zinsanhebungszyklus in der zweiten Jahreshälfte beenden wird. Das Letztgenannte erachtet unser Investment Committee auf 9-Monats-Sicht als massgebend für die Entwicklung der Aktienmärkte. Die Anleger positionieren ihre Portfolios immer noch mit grosser Vorsicht gegenüber Aktien, was sich in der Regel mittelfristig positiv auf deren Kurse auswirkt. Indessen haben sich die Aktienbewertungen normalisiert. Auch die letzte Berichtssaison fiel «weniger schlimm» aus als befürchtet, wobei sich die Gewinnmeldungen erstmals seit über zwei Jahren vom Tiefpunkt weg bewegen. In Europa und den USA übertrafen gewichtige Sektoren wie Konsumgüter und Technologie die Erwartungen als wichtigste Triebfeder der Kursentwicklung beider Regionen seit Jahresbeginn. Obwohl die Wirtschaftsdaten aus China in letzter Zeit enttäuschten, bleibt die Wachstumsdynamik in den Schwellenländern deutlich stärker als in den Industrieländern. Deshalb finden wir unsere leicht positive Einschätzung von Aktien weiterhin angebracht. Für die anderen Regionen bleiben wir neutral.
4 Gold				→		Unser Übergewicht in Gold behalten wir bei. Den Nutzen von Gold zur Absicherung gegen Rezessionsrisiken und geopolitische Unsicherheit, wie wir ihn immer wieder betonen, bestätigten die jüngsten Banken-Turbulenzen einmal mehr: Die Anleihenmärkte zum Beispiel schwankten plötzlich stark, wogegen der Goldpreis kräftigen Aufwind genoss. Abgesehen davon nähern wir uns dem Punkt, an dem die US-Notenbank Fed ihre straffe Geldpolitik lockern wird, was dem Goldpreis in der Vergangenheit jeweils zugutekam.
5 Rohstoffe			→			Aus unserer Sicht überwiegen die Risiken der erwarteten Rezession und die sinkende Inflation die für eine positivere Einschätzung von Rohstoffen sprechenden Anzeichen, etwa Angebotsengpässe und die anhaltende Abwertung des US-Dollar. Daher bleiben wir gegenüber dieser Anlageklasse neutral.
6 Alternative Strategien			→			Auch für alternative Anlagen bleiben wir insgesamt neutral und halten an unserer Positionierung in den Sub-Anlageklassen fest: leichtes Untergewicht in Hedgefonds, neutral gegenüber Immobilien.

Wann ist mit der Kauflust in den USA Schluss?

Die letzten drei Jahre waren geprägt von negativen Ereignissen: Pandemie, Inflation, Bankenkrise, Debatte um die Schuldenobergrenze in den USA. Dem dortigen Konsum schien dies bislang nicht viel anzuhaben. Die ungetrübte Kauflaune hielt die Wirtschaft auf Trab. Jetzt aber mehren sich die Zeichen, dass auch die US-Konsumenten ihren Gürtel bald enger schnallen müssen.



— **Stefan Eppenberger**
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



— **Michaela Huber**
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

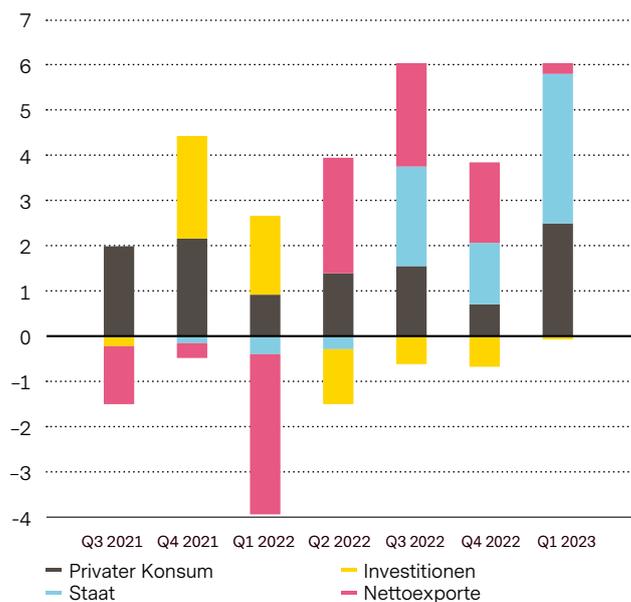
Wird die «meisterwartete Rezession aller Zeiten» jetzt Realität? Das war die grosse Frage, bevor das US-Bruttoinlandprodukt für das erste Quartal 2023 publiziert wurde. Die Antwort darauf war ein erneutes Nein. Das Wachstum der grössten Wirtschaft der Welt ging um mehr als die Hälfte zurück, doch die US-Konsumenten wirkten als Retter in der Not, um eine Rezession zu verhindern (Grafik 1).

Güter stark nachgefragt, Dienstleistungen weniger

Die Konsumenten blieben insgesamt bemerkenswert standhaft, wenngleich sich ihre Neigungen veränderten: Zu Beginn der Pandemie gaben ihre realen Konsumausgaben markant nach. Doch angesichts der grosszügigen Unterstützung durch den Staat, ihren angesammelten Ersparnissen und ihrer aufgestauten Kauflust machten sie bald wieder ihre Geldbeutel locker. Dem taten selbst die wegen der Teuerung gesunkenen Reallöhne keinen Abbruch. Inzwischen liegen die realen Konsumausgaben wieder im vor der Pandemie gekannten Wachstumstrend. Die Ausgaben-Aufschlüsselung zeigt, dass die Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern (Autos, Fernseher, Kleidung, Schmuck) heute deutlich stärker ist als vor der Pandemie. Die Nachfrage nach Dienstleistungen (öffentlicher Verkehr, Zahnbehandlungen, Freizeitaktivitäten) dagegen hinkt noch hintennach. Erwähnenswert ist auch, dass der grösste monatliche Ausgabeposten vieler US-Konsumenten ihre Hypothek ist – es sind zumeist zu

Grafik 1: Noch keine US-Rezession dank beharrlicher Konsumlust

BIP-Triebfedern, %-Veränderung zum Vorquartal annualisiert*

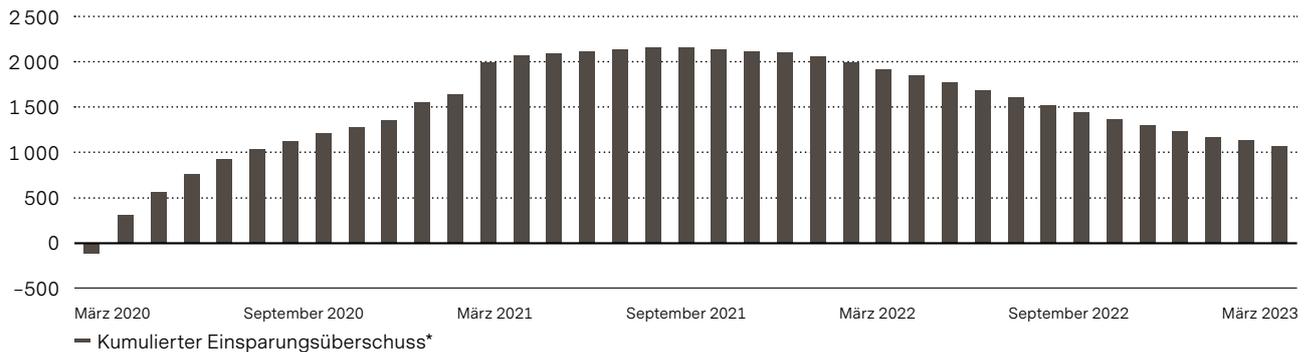


* reales US-Bruttoinlandprodukt, ohne Bestandesveränderungen

Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 2: Ersparnisse der Konsumenten immer noch hoch

In Milliarden US-Dollar



* tatsächliche Einsparungen im Vergleich zum Trend vor der Pandemie

Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

günstigen Konditionen für 30 Jahre abgeschlossene Festhypotheken, was inmitten der negativen Ereignisse zu beharrlichem Konsumieren beitrug.

Zeit, den Gürtel enger zu schnallen?

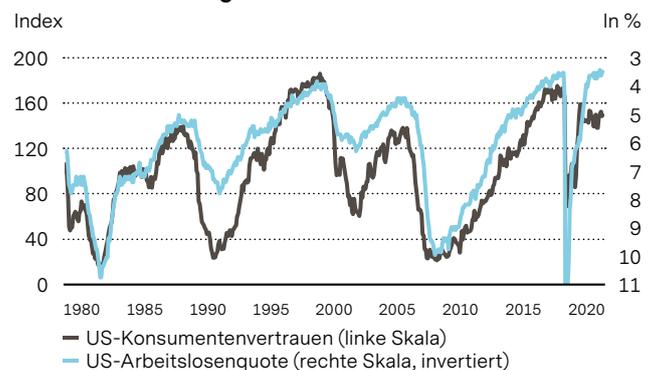
Der private Konsum dürfte kurz- bis mittelfristig stark bleiben, da sich die rückläufige Inflation positiv auf die Kaufkraft auswirken sollte und die Konsumenten immer noch über ausreichend Ersparnisse verfügen (Grafik 2). Längerfristig dürfte sich der private Konsum jedoch abschwächen. Denn erstens kann die Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern nicht ewig über dem Trendwachstum liegen. Schliesslich sind irgendwann alle Güter ersetzt, und der Durchschnittskonsument braucht ein oder zwei Autos, nicht drei oder vier. Zweitens ist ungewiss, ob die Dienstleistungsnachfrage auf absehbare Zeit wieder zum Trendwachstum zurückkehrt (Home-Office, Aversion gegen Menschenmengen etc.). Drittens übersteigen die realen Konsumausgaben noch immer das reale Einkommen. Somit werden die Ersparnisse aus der Zeit der Pandemie in den kommenden Monaten weiter abnehmen. Gleichzeitig zeigen beispielsweise Daten der Federal Reserve Bank of New York, dass die Konsumenten vermehrt Schulden machen. Typischerweise mehren sich zum Jahresende – speziell während der Festtage – ihre Kreditkartenschulden, die sie zu Beginn des neuen Jahres dann wieder abbauen. Im ersten Quartal 2023 war dies erstmals seit 20 Jahren anders: Die Saldi blieben unverändert bei 986 Milliarden US-Dollar. Das ist auf Dauer nicht haltbar, liegt aktuell doch der effektive Kreditkarten-Jahreszins im Schnitt bei satten 20,9%. Aufhören lassen auch die Zahlungsrückstände: Insgesamt erscheint die Verzugsquote mit 2,6% zwar niedrig, doch

bei den meisten Kredit-Arten steigt der Anteil der 30 Tage oder länger überfälligen Schulden, besonders bei Kreditkarten (6,5%) und bei Autokrediten (6,9%).

Abkühlender US-Arbeitsmarkt bremst Konsum

Wann wird es eng mit dem Konsumieren? Sobald sich der US-Arbeitsmarkt merklich abkühlt und die «meisterwartete Rezession aller Zeiten» schliesslich eintritt. Der Arbeitsmarkt beeinflusst – nebst der Inflation – massgeblich das Vertrauen der Konsumenten und deren Ausgaben (Grafik 3). 2008 zum Beispiel trat die Rezession umgehend ein, als der angespannte Arbeitsmarkt nachgab und die Arbeitslosenquote hochschnellte. Dies bremste alsdann das Konsumwachstum.

Grafik 3: Beschäftigtenzahl beeinflusst Konsumlaune



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Chinesische Aktien: die Zusammen- hänge erkennen





—
Thomas Schaffner
 Senior Portfolio Manager,
 Vontobel



—
Roger Merz
 Head of mtX Portfolio
 Management,
 Senior Portfolio Manager,
 Vontobel



—
Anthony Corrigan
 Client Portfolio Manager mtX,
 Vontobel

Nachdem sich China von seiner Null-Covid-Politik verabschiedet hatte, warteten die Anleger eine gefühlte Ewigkeit auf die Rückkehr der Normalität. Nachfolgend analysieren wir den Wirbel rund um die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt seit deren Wiederöffnung, schätzen die jüngste Schwäche des chinesischen Aktienmarktes ein und erklären, warum die Investoren ihr Augenmerk bald wieder auf die Fundamentaldaten chinesischer Unternehmen, wie Gewinnwachstum und Rentabilität, richten dürften.

Hatten chinesische Aktien im Oktober 2022 noch einen ihrer schwächsten Monate verbucht, feierten sie nach der Abkehr Chinas von seiner rigorosen Null-Covid-Politik ein bemerkenswertes Comeback. Innerhalb weniger Wochen schlug der zuvor extreme Pessimismus der Anleger («Kann man überhaupt noch in China investieren?») ins pure Gegenteil um, wobei sie ihre Engagements in chinesischen Aktien wieder merklich ausbauten. Doch die Wirtschaftsdaten nach der Wiederöffnung signalisieren einen holprigeren Aufschwung als weithin erwartet. Dies führte zusammen mit gewachsenen politischen Spannungen dazu, dass chinesische Aktien erneut schlechter abschnitten als ihre regionalen Pendanten. Dennoch erscheint die Volksrepublik weiter auf Kurs zu ihrem für 2023 angestrebten Ziel, das Bruttoinlandsprodukt (BIP) um 5% zu steigern (im Vergleich dazu erwartet der Konsens in den entwickelten Märkten ein reales BIP-Wachstum unter 1%).

Zwischen Ende Oktober 2022 und Ende Januar 2023 legten chinesische Aktien kräftig zu, der MSCI China Index um mehr als 50%, der MSCI China A Onshore Index um fast 25%. Zwischen Ende Oktober 2022 und Ende Februar 2023 wuchs gemäss Daten von JP Morgan der Kapitalzustrom an die Börsen von Shanghai und Shenzhen, sprich in China A-Shares, um 245 Milliarden Renminbi (rund 36 Milliarden US-Dollar). Doch die Euphorie war von kurzer Dauer: Vom 31. Januar bis zum 19. Mai 2023 gab der MSCI China Index um 13% nach und der MSCI China A Onshore Index um 9%. Diesen Kursrück-

gang halten wir für übertrieben und finden, dass die Anleger die Wirtschaftserholung Chinas zu pessimistisch beurteilen. Dennoch sind wir uns des Gegenwinds bewusst, den anhaltende Inflations Sorgen, künftige Zinserhöhungen der US-Notenbank Fed, abkühlende Weltkonjunktur und geopolitische Spannungen bedeuten. Zudem dürften die früheren Reaktionen am chinesischen Aktienmarkt der Anlegerstimmung geschuldet sein: Der anfängliche Bewertungsanstieg erfolgte von einem sehr niedrigen Niveau aus, danach enttäuschte das Erholungstempo. Triebfeder der nächsten Phase dürften in erster Linie die Gewinne und die Rentabilität der Unternehmen sein.

Holprige Erholung in Sicht?

Die Anleger verfolgen die Wirtschaftsdaten aus China aufmerksam. Chart 1 zeigt den vom Staatlichen Amt für Statistik der Volksrepublik China veröffentlichten Einkaufsmanagerindex (PMI), ein wichtiger Wirtschaftsindikator. Anfang März verzeichnete die Produktionstätigkeit ihren stärksten monatlichen Anstieg seit über zehn Jahren. Einen Monat später vermeldeten der Dienstleistungssektor und die Bautätigkeit ihren höchsten Stand seit Mai 2011. Seitdem sinkt die Produktionstätigkeit wieder – wohl wegen des weltweiten Nachfragerückgangs (man bedenke, wie sich die Konjunkturabkühlung auf die Exporte anderer asiatischer Länder wie Taiwan auswirkte). Derweil legen der Dienstleistungssektor und das nichtverarbeitende Gewerbe weiter zu, wenn auch weniger stark. Dies deutet einen vom Inlandkonsum getragenen Aufschwung an.

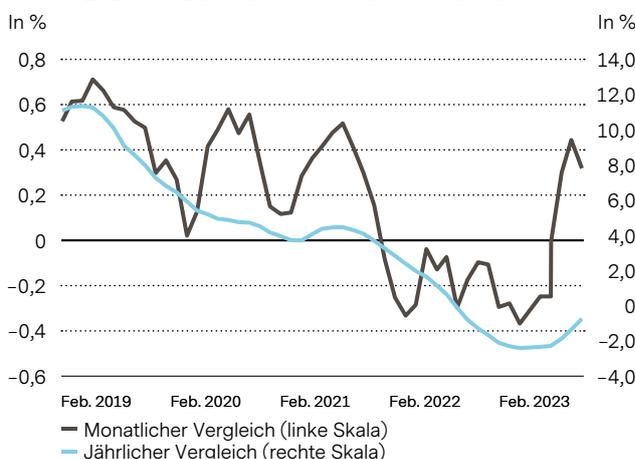
Grafik 1: Chinas Wirtschaftsaktivität vom Dienstleistungssektor getragen



Quelle: Staatliches Amt für Statistik der Volksrepublik China. Stand: 30. April 2023

Doch wie steht es um teurere Güter wie Immobilien? Es sieht danach aus, dass viele einheimische Anleger der Erholung Chinas noch nicht ganz trauen wegen des nach wie vor fragilen Immobiliensektors. Dessen Erholung ist für viele ein entscheidendes Kriterium, da er rund 20% des chinesischen BIP ausmacht. Aktuell zeigen auch Immobilien erste Anzeichen einer Erholung. Chart 2 zeigt, dass sich die Immobilienpreise ein Stück weit stabilisierten: Zwischen Februar und April 2023 stiegen die Hausverkäufe in 70 mittelgrossen und grossen Städten Chinas drei Monate aufeinander leicht – ein wichtiger erster Schritt. Dennoch verstehen wir, dass die Marktteilnehmer

Grafik 2: Leicht zunehmende Hausverkäufe in China



Quelle: UBS. Stand: 30. April 2023

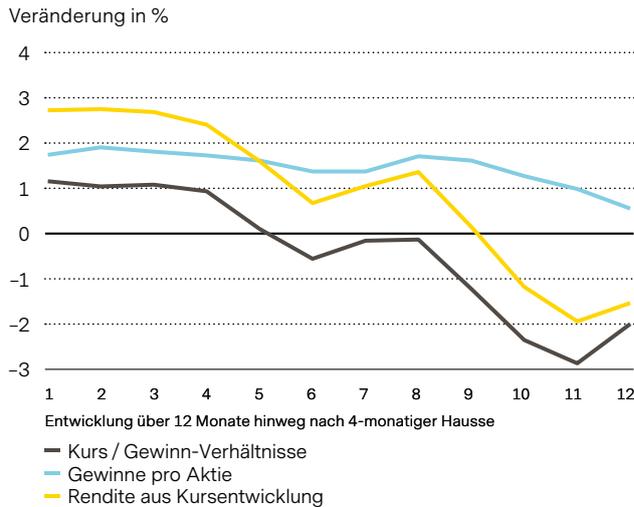
gegenüber einer nachhaltigen Erholung des Immobiliensektors skeptisch sind, und teilen ihre Meinung, dass dieser erst an Fahrt gewinnen wird, wenn die chinesischen Konsumenten wieder volles Vertrauen gefasst haben. Daher könnten die zugehörigen Daten in den kommenden Monaten schwanken. In gewisser Weise ist dies fast eine sich selbst erfüllende Prophezeiung, welche die chinesischen Behörden in ihrer Geldpolitik berücksichtigen sollten.

Zuletzt übertraf Chinas BIP-Wachstum im 1. Quartal 2023 die Erwartungen deutlich mit 4,5% zum Vorjahr (2,9% zum 4. Quartal 2022), die Erholung bestätigend. Hatten chinesische Aktien im Januar und Februar noch starke Zuflüsse genossen (Onshore-Papiere rund 22 Milliarden US-Dollar), nahmen diese jüngst stark ab, wobei die meisten globalen Schwellenländeraktien-Strategien China/Hongkong weiterhin neutral gewichten. Wieder wachsende Unternehmensgewinne und weitere Belege einer Erholung des Inlandkonsums dürften Schwellenländer-Portfoliomanager vermehrt zu einer Übergewichtung Chinas bewegen.

Was lehrt uns die Geschichte?

Eine pandemiebedingte Stilllegung der zweitgrössten Wirtschaft der Welt und ihre Wiederöffnung sind zum Glück selten. Dennoch können wir daraus wertvolle Lehren über den Marktverlauf ziehen. Unsere Analyse der Renditen des chinesischen Onshore-Marktes in den letzten 19 Jahren ergab, dass auf Phasen mit starkem Kursanstieg typischerweise eine Phase folgte, in der die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) und die Unternehmensgewinne weiter stiegen (Chart 3), erstere im Schnitt während vier Monaten, ehe sie sanken, letztere über einen längeren Zeitraum von zwölf Monaten. Die Vergangenheit gibt keine Garantie für künftige Entwicklungen. Doch das Muster der Kursentwicklung des chinesischen Onshore-Marktes in den letzten 19 Jahren zeigt, dass die Gewinne chinesischer Unternehmen jetzt zunehmen müssen, um mehr Anleger zu überzeugen. Es zeigt auch, wie wichtig die Dynamik für chinesische Aktien ist. Gewiss ist hier Vorsicht geboten. Denn China befindet sich heute wirtschaftlich und auch politisch in einer völlig anderen Situation als vor zehn Jahren: Die Wachstumsrate ist kleiner und die politische Unsicherheit grösser.

Grafik 3: MSCI China A – rückblickend folgte jeweils Gewinnwachstum auf Bewertungsanstieg



Quelle: Vontobel, FactSet. Stand: 15. März 2023

- Wir erwarten, dass die chinesischen Konsumenten umso mehr Vertrauen fassen, je weiter sich ihr Leben nach den Einschränkungen der Null-Covid-Politik normalisiert. Damit dürften die Renditen chinesischer Aktien aufwärts tendieren. Mit der Zeit wird dies klarer ersichtlich aus den Unternehmensgewinnen und den makroökonomischen Daten – beides nachlaufende Indikatoren. Sollte die Konjunktur in den USA wegen der forschenden Zinsanhebungen der Fed und Sorgen um den US-Bankensektor abkühlen, dürfte die relative Attraktivität Chinas ins Auge stechen (in der Regel werden Schwellenländeraktien mit einem erheblichen Abschlag zu Industrieländeraktien gehandelt).
- Als sogenannte «Bottom-up Stockpicker» sind wir überzeugt, dass die Fundamentaldaten der Unternehmen die langfristigen Renditen aus Kursgewinnen bestimmen. In den letzten Jahren verloren viele Anleger den grundlegenden Gesundheitszustand chinesischer Unternehmen aus den Augen. Angesichts der dargelegten neusten Entwicklungen dürften sie sich jetzt wieder eher auf die Fundamentaldaten konzentrieren.

Wie weiter mit chinesischen Aktien?

Wir bleiben positiv für chinesische Aktien aus folgenden Gründen:

- Chinas Führung scheint einen neuen politischen Ton angeschlagen zu haben. Der Fokus liegt auf einem stabilen, nachhaltigen Konjunkturwachstum. Derweil scheinen massive regulatorische Eingriffe in die Wirtschaft nicht mehr zu den obersten Prioritäten zu gehören. Dies dürfte globale Anleger ermutigen, sich wieder auf die Fundamentaldaten der chinesischen Unternehmen zu konzentrieren.
- Chinesische Konsumenten und Unternehmen müssen wieder Vertrauen fassen. Gelingt dies, dürften sie einen erheblichen Teil ihres während der Pandemie gesparten Geldes für grössere Anschaffungen oder Investitionen einsetzen. Derzeit bauen sie mit diesen Ersparnissen ihre Schulden ab. Zudem muss China neue Arbeitsplätze und ein Umfeld für höhere Gehälter schaffen, gerade für Geringverdiener. Diese Punkte und speziell die hohe Jugendarbeitslosigkeit sehen wir zuoberst auf der Tagesordnung der Regierung und als möglichen Schwerpunkt ihrer Politik in nächster Zeit.

Wert in Staats- und Schwellenländeranleihen finden



— **Christopher Koslowski**
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Die Anzeichen mehren sich, dass die US-Notenbank wohl ihre letzte Zinsanhebung vollzogen hat und ihre Geldpolitik gegen Jahresende lockern könnte. Nichtsdestotrotz dürften die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen in den nächsten Monaten in einer engen Bandbreite bleiben und erst gegen Ende 2024 sinken.

Wie schon in den letzten Monaten sind wir für Anleihen insgesamt weiterhin neutral. Dabei bevorzugen wir höhere Qualität, etwa Staatsanleihen, sehen aber auch bei Schwellenländeranleihen Anlagechancen. Gegenüber Unternehmensanleihen bleiben wir insgesamt vorsichtig, indem wir uns in Investment-Grade-Papieren neutral positionieren und Hochzins-Anleihen untergewichten.

Anleihenmarkt signalisiert Rezession

Als die US-Notenbank Fed im März letzten Jahres ihren Leitzins anzuheben begann, betonte ihr Chef, Jerome Powell, die Aussagekraft der Zinskurve läge zu 100% an ihrem kurzen Ende. Er hielt fest: «Ist die Zinskurve invers, heisst dies, dass die Fed die Zinsen senken wird, was bedeutet, dass die Wirtschaft schwach ist». Seit diesen Aussagen sackte der Renditeaufschlag kurzfristiger

Forwards – das von der Fed bevorzugte Mass zur Abschätzung einer Rezession – um 450 Basispunkte ab. Dies ist ein überdeutliches Warnsignal für eine Rezession. Gemäss Fed-eigenen Analysen liegt bei einer Abnahme der besagten Masszahl um 110 Basispunkte die Wahrscheinlichkeit einer Rezession bei 90% (Grafik 1).

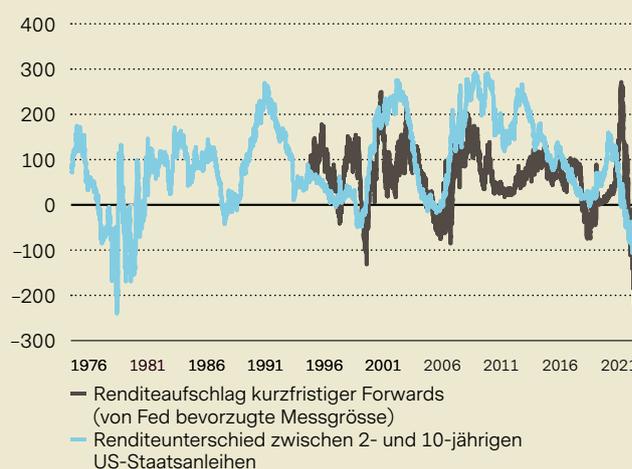
Leitzins-Obergrenze erreicht?

Im bisherigen Jahresverlauf fällt auf, wie die Zinsen schwankten und die Marktstimmung sich immer wieder änderte (Grafik 2): Im Januar erwarteten die Investoren, die Fed würde auf ihrem Zins-Pfad alsbald umschwenken. Daher sanken die Renditen von Staatsanleihen aller Laufzeiten wie auch die erwartete Leitzins-Obergrenze. Im Februar übertrafen dann die Arbeitsmarkt- und Inflationsdaten die Erwartungen, womit die Staatsanleihen-Renditen und die erwartete Leitzins-Obergrenze wieder stark stiegen. Dieser Trend hielt in der ersten März-Hälfte an. Dabei erreichte die erwartete Leitzins-Obergrenze nahezu 6%, ehe die US-Bankenkrise sie wieder markant nach unten drückte. Am 3. Mai erhöhte die Fed den Leitzins dann wie erwartet um 25 Basispunkte. Damit dürfte sie wohl ihre letzte Anhebung vollzogen haben und sich in den nächsten Monaten zurückhalten.

Die aktuellen Anleihenrenditen zeichnen die künftige Politik der Fed vor. Wir gehen davon aus, dass diese ihren Leitzins im weiteren Jahresverlauf senken wird, was fallende Renditen und eine steilere Zinskurve nach sich zöge. Mit anderen Worten: Wenn die geldpolitische Lockerung schliesslich einsetzt, werden die kurzfristigen Zinssätze schneller sinken als die langfristigen.

Grafik 1: Anleihenmarkt deutet Rezession an – Zinskurve ausgeprägt invers

in Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Vontobel

Grafik 2: US-Leitzins-Obergrenze der Fed erreicht

In %



Quelle: Bloomberg, Vontobel

Das Glas halb voll sehen



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Die Aktienmarkt-Hausse pausierte im Mai auf dem Index-Niveau von Ende April. Nichtsdestotrotz revidierten viele Analysten aufgrund der ermutigenden Berichtssaison in den USA und Europa ihre bisherigen Erwartungen, womit ihre Schätzungen für das Gesamtjahr jetzt optimistischer sind.

In den Industrieländern fällt auf, dass die Aktien-Performance seit Jahresbeginn einer kleinen Anzahl der jeweiligen Index-Vertreter zu verdanken ist. In den USA waren es weniger als fünf, in Europa unter 20. Sie alle zählen zu den Sektoren Technologie oder Konsumgüter oder haben einen Bezug dazu. Die meisten übrigen Index-Vertreter steuerten kaum zur Performance bei. Dennoch blieben ihre Bewertungen recht attraktiv. Die einen Anleger sehen das Glas also halb voll, die anderen halb leer.

Diese fehlende Breite verstärkte sich in den letzten Jahren und erschwert den Vergleich mit vergangenen Marktzyklen. Heute sind die Aktienmärkte anders strukturiert als vor 10 bis 15 Jahren: In den USA domi-

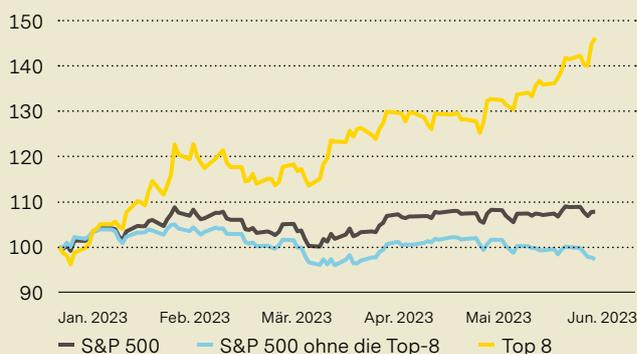
nieren Technologiewerte (Grafik 1), in der Eurozone entfallen knapp 40% der Rentabilität und der Marktkapitalisierung auf Technologie- und Konsumgüter-Firmen. Zudem sind die Unternehmen weniger verschuldet bzw. fremdfinanziert und sie generieren höhere Cashflows, womit künftige Gewinne besser abschätzbar sind.

Ein gutes Beispiel für diese sogenannte Gewinnvisibilität sind Luxusgüter-Hersteller. Sie kontrollieren ihr Produktionsvolumen streng, und wenn sie die Preise erhöhen, reagiert die Nachfrage wenig. Resultierende Wartelisten können sich auf mehr als fünf Jahre erstrecken – etwa für Schweizer Uhren aus dem Hochpreis-Segment oder exklusive Autos (Grafik 2). Enzo Ferrari sagte einmal, sein Unternehmen würde stets ein Auto weniger liefern, als der Markt nachfrage. Dieses Konzept markiert Exklusivität, bedingt aber, dass die Nachfrage steigt, bevor die Firma sie bedient, sonst droht sie die Exklusivität ihrer Marke zu zerstören. Unternehmen mit starken Wettbewerbsvorteilen profitieren von einer hohen Auftrags- und Gewinnvisibilität. Da gilt auch für Technologie-Firmen, deren laufende Erträge dank ihrer nur wenig an Sachanlagen gebundenen Geschäftsmodelle gut vorhersehbar sind.

Das erwähnte Fehlen der Breite an den Aktienmärkten und die Bewertungen berücksichtigend, halten wir Sektoren wie Technologie und Konsumgüter nicht für das Mass aller Dinge. Für uns ist das Glas insgesamt halb voll – deshalb das Aktien-Übergewicht in unserer taktischen Allokation.

Grafik 1: Acht Index-Vertreter treiben S&P 500 seit Jahresbeginn an

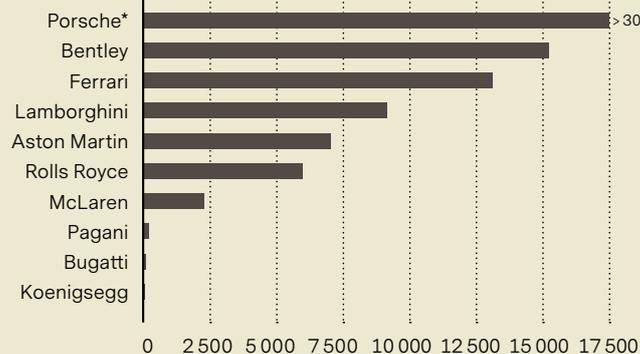
Indexiert bei 100 am 1. Januar 2023



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 2: Je knapper exklusive Luxusautos, desto begehrt

Produzierte Stückzahl exklusiver Luxusautos (geschätzt)



* für Stück-Preise von über 150.000 Euro im Einzelhandel

Quelle: Vontobel (Schätzungen), Geschäftsberichte

Heikles Umfeld für Rohstoffe



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

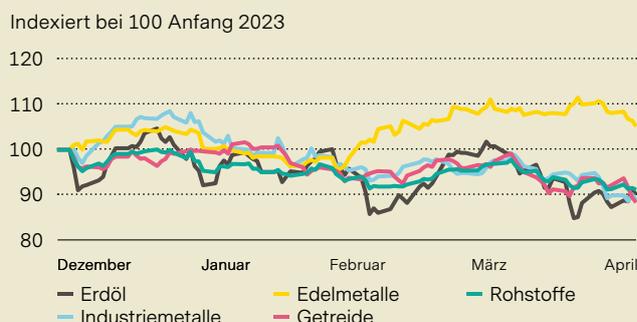
Die Rohstoffmärkte haben ein bewegtes erstes Halbjahr hinter sich (Grafik 1).

Öl bekam dabei kräftigen Gegenwind zu spüren: Während Rezessionsorgen und enttäuschende Wirtschaftsdaten aus China auf der Nachfrage lasteten, zeichnete sich angebotsseitig zusehends ab, dass nun doch deutlich mehr Öl als erwartet auf den Markt gelangen würde. Gemäss Daten der Internationalen Energieagentur (IEA) förderte Russland allein im April 9.6 Millionen Barrel Öl pro Tag und damit – entgegen der angekündigten Kürzung um 500 000 Barrel pro Tag – nur 200 000 weniger als zuvor. Moskau scheint den Preisabschlag auf Öl, welcher aus den über Russland verhängten Sanktionen resultierte, durch ein höheres Produktionsvolumen kompensieren zu wollen. Auch andere sanktionierte Länder (Iran und Venezuela) produzierten mehr als erwartet. Eine gänzliche Umsetzung der angekündigten Produktionskürzungen durch die Organisation erdölexportierender Länder und ihre Verbündeten (OPEC+) würde den Ölpreis stützen – ebenso die von den USA geplante Wiederauffüllung ihrer Strategischen Ölreserve, wenngleich nur um 3 Millionen Barrel, und saisonale Effekte.

Ein Blick auf Metalle

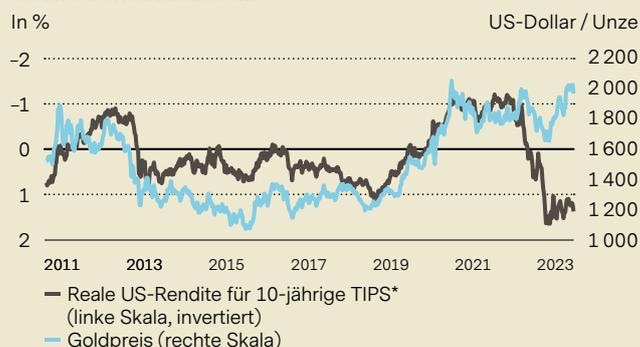
Der starke Jahresauftakt des Industriemetalls Kupfer versetzte die Anleger zunächst in Euphorie. Diese verflüchtigte sich jedoch, nachdem die jüngsten Wirtschaftsdaten aus China enttäuschten, besonders die Zahlen zum Immobilienmarkt. Andere Metalle dagegen glänzten – allen voran Gold, dessen Preis offensichtlich spielend die psychologisch wichtige Marke von 2000 US-Dollar durchbrach. Dies lässt sich einerseits zurückführen auf anhaltende Rezessionsorgen, andererseits auf die Debatte um die Schuldenobergrenze in den USA, welche bei den Anlegern die Angst vor einem Zahlungsausfall der grössten Wirtschaft der Welt schürte. Interessant ist auch, dass der Goldpreis sich weiter von den realen US-Renditen abkoppelte – dieser Trend hatte Anfang 2022 eingesetzt (Grafik 2). Ehedem waren Gold und Realrenditen gegenläufig korreliert: sanken die Realrenditen, stieg der Goldpreis, und umgekehrt. Ihre Entkopplung könnte der verstärkten Goldnachfrage der Zentralbanken geschuldet sein, diversifizierten doch besonders die Währungshüter von Schwellenländern ihre Reserven angesichts der gegen die russische Zentralbank verhängten Sanktionen. Die Goldpreis-Hausse könnte noch eine Weile andauern. Denn der Zinserhöhungszyklus der US-Notenbank Fed dürfte zu Ende sein und einen schwächeren US-Dollar nach sich ziehen. In der Vergangenheit kam dies dem Goldpreis jeweils zugute.

Grafik 1: 2023 verlief bisher volatil für Rohstoffe



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 2: Goldpreis und US-Realrenditen koppeln sich weiter voneinander ab



* inflationsgeschützte Staatsanleihen

Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

US-Notenbank könnte Pfad des US-Dollar vorgeben



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Strengere Kreditvergabe-Bedingungen in den USA infolge der Bankenkrise erhöhen die Wahrscheinlichkeit einer Rezession und einer geldpolitischen Lockerung der US-Notenbank Fed. Dies könnte den US-Dollar weiter schwächen.

Der US-Dollar kämpft weiter mit Gegenwind. Konjunkturwachstum und Zinsunterschiede zu anderen Ländern verlieren an Stützkraft. Dieser Trend würde sich verstärken, falls sich die künftigen Daten zur US-Wirtschaft verschlechtern. Die Wachstumsaussichten könnten sich weiter eintrüben, da die Krise des regionalen US-Bankensektors strengere Kreditvergabe-Bedingungen nach sich zog.

Die Entscheide der US-Notenbank Fed könnten die künftige Entwicklung des Dollar beeinflussen. Der höhere Leitzins und die nach den jüngsten Turbulenzen im Bankensektor noch restriktivere Kreditvergabe erschweren die finanziellen Bedingungen, weshalb die Fed nun mehr Aspekte berücksichtigen muss. Nachdem sie im Wesentlichen ein Pausieren in ihrem Straffungszyklus andeutete, dürfte der Unterschied ihrer Geldpolitik zu jener der

Zentralbanken anderer Industrieländer den US-Dollar weiter schwächen (Grafik 1). Die Bandbreite, in welcher dieser bisher gehandelt wurde, dürfte sich ausweiten, solange die Anlegersorgen nicht abklingen.

Euro-Aufwertung in Sicht

Die Europäische Zentralbank (EZB) ist in einer ähnlichen Lage wie die Fed, aber auf ihrem Pfad hin zur normalisierten Geldpolitik mit höheren Zinsen weiter fortgeschritten. Wie die Fed deutete auch die EZB an, das Zins-erhöhungstempo drosseln zu wollen. Diese Absicht stellen jedoch die neusten Daten zur Inflation, die zwar ihren Höhepunkt hinter sich hat, aber langsamer als erhofft sinkt, in Frage. Gleichzeitig bleibt der Arbeitsmarkt angespannt.

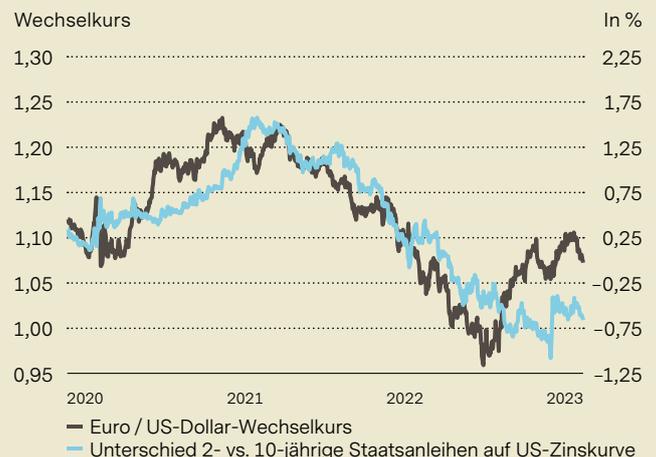
Positiv zu vermerken ist, dass die absehbare Energiesituation weniger schlimm ist als befürchtet und gestützt werden dürfte durch das Weltwirtschaftswachstum, welches von besseren Aussichten für China getragen wird. Da nun die nächste Phase des Konjunkturzyklus in den USA ansteht, dürfte die Inversion der Zinskurve zusehends weniger ausgeprägt sein. Dies stimmt überein mit unserem makroökonomischen Ausblick und unserer mittelfristigen Einschätzung, dass der Wert des US-Dollar sinken und der EUR/USD-Wechselkurs steigen sollte (Grafik 2). Der Euro könnte an seinem Tiefpunkt angekommen sein. Im aktuellen Umfeld sind Kursschwankungen möglich, die in nächster Zeit aber in einer interessanten Bandbreite liegen dürften.

Grafik 1: Mehr Ungewissheit stärkt den US-Dollar



Quelle: Bloomberg, Vontobel

Grafik 2: Je steiler die US-Zinskurve, desto eher steigt der Euro / Dollar-Wechselkurs



Source: 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	2,0	2,4	2,3
Eurozone	5,3	3,5	1,3	0,6	1,0
USA	5,9	2,1	1,6	1,1	0,8
Japan	2,3	1,1	1,3	1,0	1,1
Grossbritannien	8,5	4,0	0,2	0,0	0,9
Schweiz	4,3	2,0	0,8	0,6	1,5
Australien	5,3	3,6	2,7	1,7	1,6
China	8,4	3,0	4,5	5,7	5,0

INFLATION	2021	2022	AKTUELL²	KONSENS 2023	KONSENS 2024
Global (G20)	3,5	7,3	6,3	5,3	3,7
Eurozone	2,6	8,4	7,0	5,6	2,5
USA	4,7	8,0	4,9	4,2	2,6
Japan	-0,3	2,5	3,5	2,6	1,5
Grossbritannien	2,6	9,1	10,1	6,8	2,5
Schweiz	0,6	2,9	2,6	2,5	1,5
Australien	2,9	6,6	7,0	5,6	3,1
China	0,9	2,0	0,1	2,0	2,3

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR	-0,50	2,00	3,25	3,7	3,37
USD	0,25	4,50	5,25	5,25	4,25
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,09	-0,07
GBP	0,25	3,50	4,50	4,65	4,10
CHF	-0,75	1,00	1,50	1,85	1,64
AUD	0,10	3,10	3,85	3,90	3,65
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	2,49	2,4	2,08
USD	1,5	3,9	3,74	3,46	3,29
JPY	0,1	0,4	0,40	0,63	0,68
GBP	1,0	3,7	4,12	3,55	3,23
CHF	-0,1	1,6	1,06	1,38	1,19
AUD	1,7	4,1	3,65	3,62	3,31

WECHSELKURSE	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS ENDE 2024
CHF je EUR	1,04	0,99	0,97	1,00	1,01
CHF je USD	0,91	0,94	0,90	0,91	0,91
CHF je 100 JPY	0,79	0,72	0,65	0,71	0,72
CHF je GBP	1,23	1,12	1,12	1,14	1,15
USD je EUR	1,14	1,06	1,08	1,11	1,12
JPY je USD	115	130	138	129	127
USD je AUD	0,73	0,67	0,66	0,70	0,71
GBP je EUR	0,84	0,88	0,87	0,89	0,89
CNY je USD	6,37	6,91	7,05	6,75	6,70

ROHSTOFFE	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
Brent-Rohöl, USD je Barrel	79	86	77	87,5	89
Gold, USD je Feinunze	1829	1824	1959	1960	2000
Kupfer, USD je Tonne	9720	8372	8128	8800	8991

¹ Neuste verfügbare Quartalsdaten

² Neuste verfügbare Monatsdaten, G20-Daten nur vierteljährlich

Quelle: Vontobel, jeweilige Statistikämter und Zentralbanken, Stand: 23. Mai 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 Beteiligungrechte 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

