

**100** years | Empowering  
Investors

**Vontobel**

# Investors' Outlook

Hoffnungsschimmer

April 2024



### 3 Editorial

### 4 Anlagestrategie

Der Frühling naht

### 6 Markt-Highlights

Wie geht es dem alten Kontinent konjunkturell?

### 12 Anlageklassen im Fokus

### 16 Prognosen

**Herausgeber**  
Bank Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zürich

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

**Autoren\***  
**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 Mai 2024)

**Konzept**  
MetaDesign AG

**Gestaltung & Realisation**  
Vontobel

**Bilder**  
Gettyimages,  
Vontobel

**Redaktionsschluss**  
22. März 2024

**Bemerkungen**

\* Siehe «Analystenbestätigung» unter  
«Rechtliche Hinweise» auf Seite 13

# Hoffnungsschimmer



—  
**Dan Scott**  
 Head of Vontobel Multi Asset,  
 Vontobel

## Geschätzte Leserschaft

Der März deckte die Investoren ausgiebig mit Wirtschaftsdaten ein, die es zu durchforsten galt, um das Anlageumfeld beurteilen zu können. Passend zum allmählich einkehrenden Frühling kamen in den Konjunkturzahlen Chinas leise Fortschritte zum Vorschein, die Grund zur Hoffnung geben.

Viele haben China als «nicht investierbar» abgestempelt. Doch – aktuell dürftiges Wachstum hin oder her – aus der Optik langfristig orientierter Anleger halten wir es für keine gute Idee, der bald grössten Volkswirtschaft der Welt den Rücken zu kehren und ihr Potenzial zu verschmähen. Auf der Jahrestagung des Nationalen Volkskongresses Anfang Monat betonte Chinas Regierung, nun auf das Wachstum zu fokussieren, nachdem jahrelang geopolitische Prioritäten und Sicherheit im Zentrum standen. Sie hielt an ihrem Wachstumsziel von rund 5% für 2024 fest und versprach, zu fortschrittlicher Produktion überzugehen sowie das Risiko im Immobiliensektor zu senken. Zudem legte sie 3% als Inflationsziel fest – vielleicht ihr erstes Eingeständnis, dass der Wirtschaft mehr Beachtung gebührt. Dass umfangreiche Stützungsmaßnahmen bislang ausblieben, enttäuschte zum einen die Anleger. Zum anderen dürfte das Inflationsziel ohne fiskalische Anreize, Strukturreformen oder geldpolitische Impulse kaum erreichbar sein. Welche Schritte die chinesische Regierung unternehmen wird, ist ihr Entscheid. Doch dass sie einschreiten muss, steht für uns ausser Frage.

Angesichts der Herausforderungen, mit denen China konfrontiert ist, zogen einige Marktbeobachter Parallelen zur Entwicklung Japans, dessen Wirtschaftswunder in den 1990er Jahren verblasste und im sogenannten verlorenen Jahrzehnt mündete. Der Frage, ob China ein ähnliches

## → Webcast

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

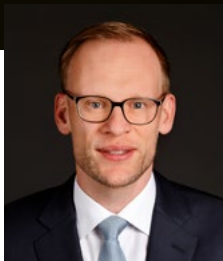
Schicksal ereilt, gingen wir in der letzten Ausgabe unseres Investors' Outlook auf den Grund. Dabei deckten wir frappant ähnliche Strukturprobleme auf, etwa die ungünstige demografische Entwicklung mit niedrigen Geburtenraten und dem schrumpfenden Anteil der arbeitenden Bevölkerung, die geringe Konsumnachfrage und den darbenenden Immobiliensektor. Dieser stand in den ersten zwei Monaten des laufenden Jahres weiter unter Druck, wobei Investitionen in Immobilien 9% stärker nachgaben als im gleichen Zeitraum des Vorjahres.

Positive Signale für eine Stimulierung sind etwa spezielle ultra-langfristige Anleihen und die Bereitschaft der chinesischen Zentralbank, den Mindestreserve-Satz weiter zu senken. Auch Chinas Industrieproduktion stieg im Januar und Februar so stark wie seit fast zwei Jahren nicht mehr und übertraf mit einem Plus von 7% gegenüber Vorjahr die von den Ökonomen erwarteten 5%. Der Detailhandelsumsatz lag ebenfalls leicht über den Erwartungen, auch dank Ausgaben für das chinesische Neujahrsfest. Zudem erholten sich im vierten Quartal 2023 die ausländischen Direktinvestitionen in China von dem seit 25 Jahren nicht mehr dagewesenen Minus des Vorquartals.

Fasst somit der misslungene Wirtschaftsaufschwung wieder Tritt? Obgleich noch früh, schimmert die Hoffnung, dass sich China auf dem Weg der Erholung befindet. Ein stärkerer Kapitalfluss und Chinas signalisierte Bereitschaft, seiner Wirtschaft unter die Arme zu greifen – womöglich kein leichtes Unterfangen –, könnten der Erholung Tür und Tor öffnen.

Im vorliegenden Investors' Outlook nehmen wir die Wirtschaft der Eurozone unter die Lupe, werfen einen Blick auf die Rohstoffpreise und erläutern unsere Asset Allocation.

Auf dem Weg zur Wirtschaftserholung könnte es rutschig sein. Wir tun aber wie immer unser Bestes, um unserer werten Kundschaft Halt zu geben.



—  
**Frank Häusler**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel

# Der Frühling naht

**Während die US-Notenbank Fed und die Europäische Zentralbank (EZB) das Wirtschaftsumfeld einschätzten und den Zeitpunkt von Leitzins-Senkungen erwogen, kam die Schweizerische Nationalbank (SNB) den beiden zuvor und lockerte ihre Geldpolitik in der Absicht, der Frankenstärke Einhalt zu gebieten. Unterdessen erhöhte die Bank of Japan – sie war noch die letzte Verfechterin einer lockeren Geldpolitik – ihren Leitzins erstmals seit 17 Jahren. Damit hievte sie diesen definitiv aus dem Minus und gab das kontroverse Instrument der Zinskurven-Kontrolle auf, welches sie seit 2016 eingesetzt hatte.**

In den USA fielen die jüngsten Inflationsdaten höher als erwartet aus, was aus unserer Sicht aber im weiteren Jahresverlauf zu keinem grösseren Problem führen sollte. Der gleichen Meinung scheint auch Fed-Vorsitzender Jerome Powell zu sein, sagte er doch, die wesentlichen Rahmenbedingungen hätten sich nicht verändert. Die Fed plant nach wie vor, ihren Leitzins bis Ende 2024 in drei Schritten zu senken.

Angesichts der hartnäckig hohen Inflation der Preise für Dienstleistungen könnten die meisten Zentralbanken etwas später als bislang angenommen zu Leitzins-Senkungen

übergehen, die milder als ursprünglich gedacht ausfallen könnten, aber ausgeprägter als das, was die Märkte derzeit einpreisen.

Die Fed aktualisierte auch ihren Wachstumsausblick und erwartet neu, dass die weltweit grösste Volkswirtschaft 2024 um 2,1% zulegen wird – also um deutlich mehr als die im Dezember prognostizierten 1,4%. Der höheren Wachstumsschätzung zum Trotz verfestigte sich die Überzeugung der Anleger, dass Leitzins-Senkungen bevorstehen. Eine erste solche erwarten sie auch von der EZB in den Sommermonaten.

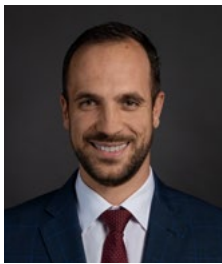
In China legte die Regierung für 2024 ein Wachstumsziel von 5% und ein Inflationsziel von 3% fest. Beides halten wir für ziemlich ambitioniert. Beim Wachstum kommen grössere Basiseffekte ins Spiel, bei der Inflation die Schwierigkeit, dass China derzeit eher mit Deflation kämpft. In den kommenden Monaten rechnen wir dort mit fiskalpolitischen Stimulierungsmassnahmen.

Für unsere Asset Allocation beschloss das Vontobel Investment Committee keine Änderungen. Somit halten wir an unseren Übergewichten in Aktien und Gold fest. Die Details zu unserer Positionierung finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
<b>1</b> <b>Liquidität</b>		→				Wir halten an unserem Untergewicht in Liquidität fest, da andere Anlageklassen über 9 bis 12 Monate mehr Renditepotenzial bieten.
<b>2</b> <b>Anleihen</b>			→			Für Anleihen insgesamt bleiben wir neutral, für die Sub-Anlageklassen tendenziell defensiv. Wir bevorzugen weiterhin Staats- und Schwellenländeranleihen durch entsprechende Übergewichte. Staatsanleihen bieten beim aktuellen Zinsniveau mehr Ertrags- als Verlustpotenzial und damit Schutz. Schwellenländeranleihen finden wir attraktiver als Hochzinsanleihen, welche wir daher weiterhin untergewichten. Erstere dürften profitieren, sobald – wie wir es in unserem Basisszenario erwarten – die Fed ihre Geldpolitik lockert und der US-Dollar abwertet. Für Hochzinsanleihen sind wir negativ, da ihre Renditeaufschläge zu Staatsanleihen äusserst gering sind und die Zahlungsausfälle zunehmen.
<b>3</b> <b>Aktien</b>				→		Nachdem die Aktienmärkte im vergangenen Monat vorpreschten, bleiben wir Übergewichtet. Die Zentralbanken scheinen nicht mehr weit von der Zinswende entfernt zu sein – wir erwarten sie im Juni. Dies bestätigte die März-Sitzung der Fed, bei welcher der Leitzins unverändert blieb und trotz erhöhter Prognosen für Wirtschaftswachstum und Inflation an den drei für 2024 vorgesehenen Zinssenkungen festgehalten wurde. Dieses Szenario sollte die Bewertungen risikoreicherer Anlagen mittelfristig weiter stützen. Wir favorisieren nach wie vor Qualitätsaktien von Unternehmen mit hoher Gewinnvisibilität, wie wir sie in den USA und der Schweiz vorfinden, wo wir daher Übergewichtet bleiben. Defensiven Schweizer Aktien dürfte zugutekommen, dass die Schweizerische Nationalbank im März – den anderen Zentralbanken der Welt um Monate voraus – ihren Leitzins nach ermutigenden Fortschritten an der Inflationsfront überraschend senkte, um der Frankenstärke entgegenzuwirken. Für japanische und Schwellenländeraktien bleiben wir neutral, in europäischen Aktien untergewichtet.
<b>4</b> <b>Gold</b>				→		Für Gold bleiben wir moderat positiv. Gold dient dank seiner in der Regel geringen Korrelation mit anderen Anlageklassen zur Absicherung in konjunkturell unsicheren Zeiten. Es kann auch Schutz bieten gegen Inflation oder wenn die sogenannten Fiat-Währungen (die nicht durch ein Edelmetall gedeckt sind) abwerten. Gold gilt überdies als sicherer Hafen bei geopolitischen Spannungen. Zudem erwarten wir, dass mit der nicht mehr fernen Zinswende die künftig gelockerte Geldpolitik der Zentralbanken und die niedrigen US-Realzinsen den Goldpreis stützen werden. Ebenfalls stützend wirkt, dass die Zentralbanken, besonders jene aus Schwellenländern, das Edelmetall rege nachfragen.
<b>5</b> <b>Rohstoffe</b>		→				Angesichts durchzogener Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft bleiben wir vorsichtig für die an sich zyklische Anlageklasse der Rohstoffe und behalten unser Untergewicht bei. Aufwärtspotenzial könnte jedoch entstehen, falls sich Chinas Wirtschaft überraschend schnell beschleunigt oder die geopolitischen Spannungen infolge der ukrainischen Angriffe auf russische Öl-Raffinerien zunehmen.
<b>6</b> <b>Alternative Strategien</b>			→			Für alternative Fonds und Immobilien bleiben wir neutral. Bei Ersteren bevorzugen wir versicherungsgewundene Wertschriften. Deren Entwicklung hängt primär von Versicherungsereignissen ab und korreliert daher in der Regel wenig mit den traditionellen Finanzmärkten. Dadurch lässt sich das Gesamtrisiko des Portfolios verringern.

# Wie geht es dem alten Kontinent konjunkturell?

Wenn Ökonomen von einem wirtschaftlich angeschlagenen europäischen Staat sprechen, nennen sie diesen gerne «krankler Mann Europas». 2022 und 2023 schienen gleich mehrere solcher Männer krank: Das exportabhängige Deutschland ächzte unter der schwachen Nachfrage aus dem Ausland, den Nachwehen der Energiekrise von 2022, der Situation am heimischen Immobilienmarkt und wiederholten Arbeiterstreiks. Frankreich und Italien kämpften mit einer verhaltenen Nachfrage in der Industrie und ebenfalls streikfreudigen Arbeitnehmern.



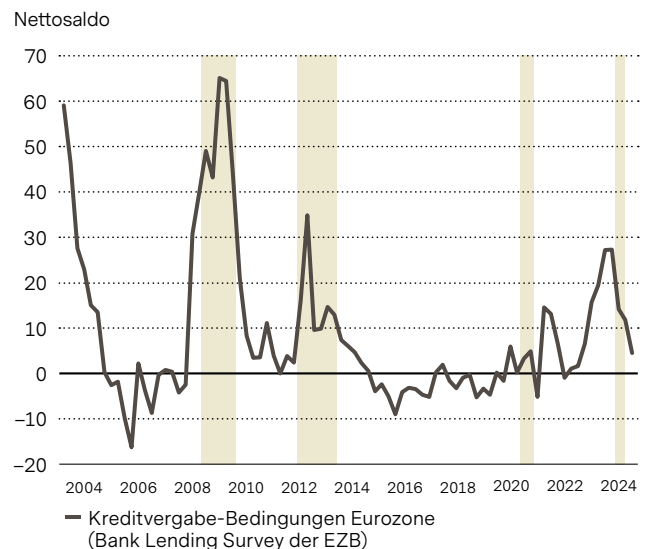
**Stefan Eppenberger**  
Head Multi Asset Strategy,  
Vontobel



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

Europas Wirtschaft wuchs zwei Jahre lang unterdurchschnittlich. Jüngst scheint sie sich etwas stabilisiert zu haben. Dafür gibt es mehrere Gründe. Erstens dürften die schlimmsten Auswirkungen der höheren Zinsen überwunden sein. Laut «Bank Lending Survey» der Europäischen Zentralbank (EZB) lockerten die europäischen Geschäftsbanken ihre Kreditvergabe-Bedingungen in den letzten Monaten deutlich (Grafik 1) und rechnen mit einer höheren Kreditnachfrage im zweiten Halbjahr. Zweitens verleiht die mildere Inflation Rückenwind. Die europäischen Produzentenpreise sind seit Monaten rückläufig und gaben im Januar gegenüber Vorjahr nochmals um 8,6% nach, unter anderem dank deutlich gesunkener Energiepreise. Auch die Konsumentenpreise bewegen sich in die richtige Richtung, nahmen sie doch im Februar «nur» noch um 2,6% zu. Einige Ausgabeposten blieben jedoch hartnäckig hoch, etwa die Dienstleistungen mit knapp 4%. Diese gelten als komplizierteste Inflationskomponente, da in der arbeitsintensiven Produktion das Lohnwachstum stark verzögert weitergegeben wird.

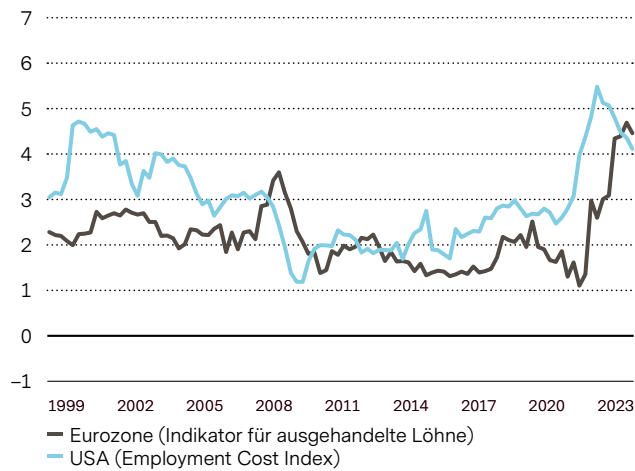
**Grafik 1: Europas Geschäftsbanken lockerten ihre Kreditvergabe-Bedingungen deutlich**



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 15. März 2024.

## Grafik 2: Europas Lohnwachstum hat Höhepunkt überwunden, ist aber noch zu hoch

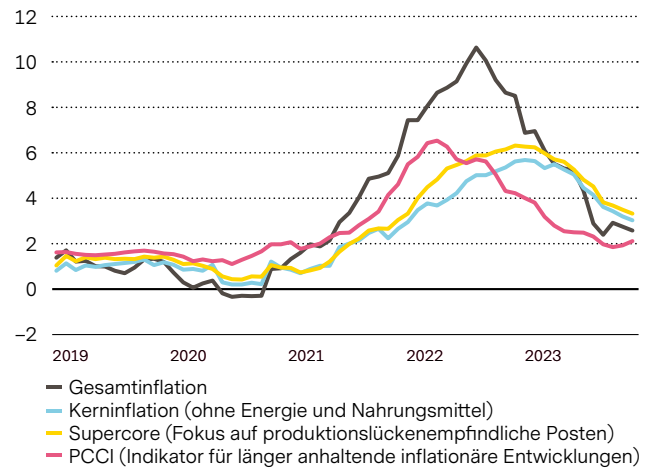
Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 15. März 2024.

## Grafik 3: Messgrößen für die Kerninflation sinken stetig

Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 15. März 2024.

## Wirtschaft stabiler, aber noch nicht aus dem Schneider

Sinkende Zinsen und abflauende Inflation dürften die Wirtschaft stützen. Nicht so der Fiskus. Laut dem Internationalen Währungsfonds (IMF) sind die europäischen Staatsoberhäupter fiskalpolitisch zurückhaltend – anders als ihre US-Kollegen. Dies lässt sich zum Beispiel am fiskalischen Impuls ablesen, der in Europa seit zwei Jahren sinkt.<sup>1</sup> Der IMF prognostiziert, dass dieser in den kommenden Jahren weiter abnehmen wird. Von den Konsumenten ist in nächster Zeit ebenfalls wenig Unterstützung zu erwarten. In den USA überraschte der Privatkonsum wiederholt positiv. In Europa dagegen brach er mit der Energiekrise ein und erholte sich seither nicht.

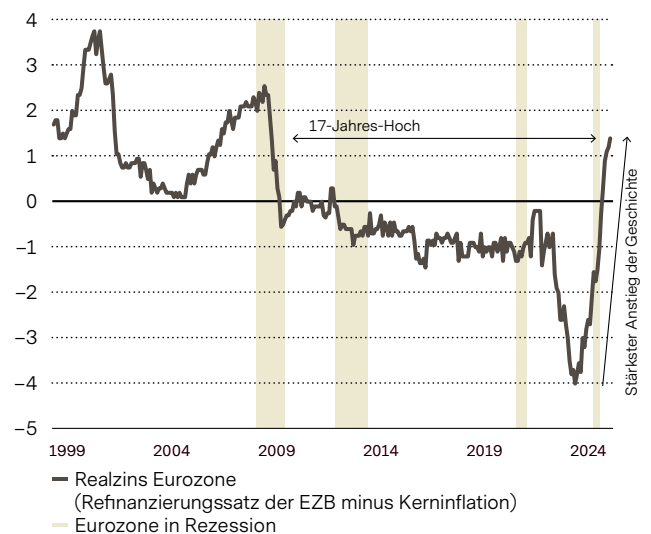
## Geldpolitik derzeit zu restriktiv

Gleichzeitig hat es die EZB nicht eilig, ihren Leitzins zu senken. EZB-Präsidentin Christine Lagarde verwies wiederholt auf das noch immer robuste Lohnwachstum (Grafik 2). Sie und viele ihrer Amtskollegen wollen deshalb erst noch die Veröffentlichung der Lohnraten im zweiten Quartal abwarten. Lagarde sagte, im April werde man etwas mehr, im Juni sehr viel mehr wissen. Somit könnte im Juni eine erste Zinssenkung erfolgen.

Wir finden es nicht angebracht, sich auf die Lohnentwicklung zu fixieren. Denn erstens zählt diese zu den Indikatoren, welche am stärksten hinterherhinken. Dass die Löhne jüngst stark stiegen, kann als eine Art Aufholen der realen (um die Inflation bereinigten) Einkommen gesehen werden, da die Löhne erst im Nachhinein auf die Inflation reagieren. Daher sollte sich die EZB unserer Meinung nach nicht zu sehr auf sie versteifen. Zweitens liegen einige von der EZB selbst entwickelte Messgrößen

## Grafik 4: Realzinsen steigen weiter (jetzt wegen geringerer Inflation)

In %



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 15. März 2024.

für die Kerninflation bereits wieder beim Inflationsziel von 2% (Grafik 3).<sup>2</sup> Drittens zeigt auch ein Blick auf die Realzinsen (Refinanzierungssatz der EZB minus Kerninflation), dass es Zeit ist für Zinssenkungen: Obwohl die EZB ihren Leitzins schon seit Monaten unverändert belässt, steigen die Realzinsen aufgrund der geringeren Inflation stetig weiter (Grafik 4) und dämpfen damit die sehnlich erhoffte Wirtschaftserholung.

<sup>1</sup> Der fiskalische Impuls ist eine Kennzahl, ausgedrückt in Prozent des Bruttoinlandsprodukts, welche die Veränderung des Staatshaushalts und deren Auswirkung auf die Wirtschaft misst.

<sup>2</sup> Ein Beispiel ist der PCCI-Indikator (Persistent and Common Component of Inflation), mit welchem die EZB misst, wie hartnäckig die Inflation ist.

# Erste Zinsschraube gelockert



— Christopher Koslowski  
Senior Fixed Income & FX Strategist,  
Vontobel

**Die überraschende Zinssenkung der Schweizerischen Notenbank (SNB) bestärkte die Anleger in ihrer Erwartung, dass die weltweite Lockerung der Geldpolitik im Sommer beginnen dürfte. Folglich halten sie es nun für wahrscheinlicher, dass die Europäische Zentralbank (EZB) im Juni nachziehen wird, gefolgt von der US-Notenbank Fed und der Bank of England (BoE). Diese Aussichten verliehen den Anleihenmärkten nach der jüngsten Fed-Sitzung Auftrieb.**

Die Fed belies bei ihrer März-Sitzung das Zielband für die Federal Funds Rate unverändert und signalisierte erneut, dass sie im laufenden Jahr höchstwahrscheinlich drei Zinssenkungen um je 25 Basispunkte vornehmen wird, trotz der jüngst wieder höheren Inflation. Die nach der Sitzung veröffentlichte Zusammenfassung der Fed-Wirtschaftsprognosen entsprach weitgehend den Erwartungen und unterstrich die Zuversicht der Fed, die Inflation in Schach halten zu können und eine weiche Landung der Wirtschaft ohne schwere Rezession zu ermöglichen.

Überraschend und womöglich eine geldpolitische Lockerung andeutend erwähnte der Fed-Vorsitzende Jerome Powell wiederholt, dass der Leitzins rascher gesenkt werden könnte, falls sich der Arbeitsmarkt schneller abkühle.

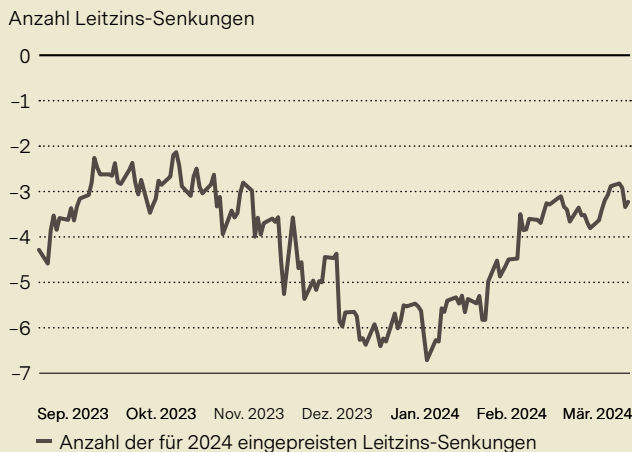
Er stellte indes klar, dass Letzteres nicht das Basisszenario der Fed, aber ein mögliches Risiko sei. Dieser Punkt ist besonders wichtig, zumal die Zahl der Neueinstellungen bereits geringer ist als vor der Pandemie. Sie könnte durch eine Kündigungswelle rasch ins Minus rutschen und einen Anstieg der Arbeitslosigkeit bewirken. Die Fed ist bereit, die erste Zinssenkung im Juni vorzunehmen, sofern sie bei der Inflation weitere Fortschritte sieht.

Die jüngsten Daten sind zwar nach wie vor gut, aber zu wenig gut, als dass sie das aktuelle Renditeniveau deutlich anheben könnten – zumal die Fed geneigt ist, ihre Geldpolitik zu lockern. Inzwischen stimmen die Anleger mit der Fed überein, dass im weiteren Jahresverlauf drei Zinssenkungen zu erwarten sind (Grafik 1). Je länger die Fed den Leitzins unverändert belässt, desto stärker bekommt dies die Wirtschaft zu spüren. Daher gehen wir weiterhin davon aus, dass die Renditen eher sinken werden. Deshalb bevorzugen wir nach wie vor Staatsanleihen, indem wir sie übergewichten.

## Unternehmensanleihen: Renditeaufschläge gering – Vorsicht angebracht

Die Renditen von US-Staatsanleihen sind hoch. Die Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen dagegen sind so dürftig, dass sie nicht einmal einen geringen Anstieg der Zahlungsausfälle kompensieren. Mit den wachsenden Erwartungen für baldige Zinssenkungen und für eine weiche Landung der Wirtschaft ohne Rezession sanken die Renditeaufschläge deutlich. Niedriger als jetzt waren sie in den letzten 25 Jahren nur an 6% der Handelstage (Grafik 2). Aufgrund dessen lässt es sich unserer Meinung nach schwer rechtfertigen, mehr Risiko einzugehen. Deshalb ziehen wir es vor, in Hochzinsanleihen untergewichtet zu bleiben.

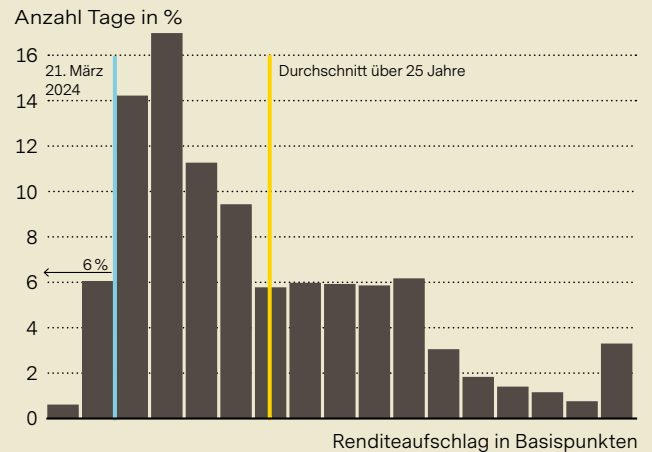
**Grafik 1: Märkte korrigieren in Richtung Fed-Prognose – Anleger erwarten 2024 drei Leitzins-Senkungen**



Anmerkung: Die negativen Zahlen stehen für die erwartete Anzahl Leitzins-Senkungen (um je 25 Basispunkte).

Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 21. März 2024.

**Grafik 2: So viele Tage lagen die Renditeaufschläge von Hochzinsanleihen in der jeweiligen Bandbreite**



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Zeitraum: letzte 25 Jahre; Daten per 21. März 2024.



# Aktienmärkte in voller Blüte



—  
**Mario Montagnani**  
Senior Investment Strategist,  
Vontobel

**Trotz anhaltender Bedenken rund um den Inflationsdruck, die geopolitischen Spannungen und die unsichere Zinsentwicklung stiegen die Aktienmärkte weiter. Starke Gewinnzahlen in der Berichterstattung der Unternehmen, vor allem in den USA, und die Vermutung, dass die Zentralbanken ihre Geldpolitik bald lockern würden, stimmten die Anleger optimistisch.**

Verschiedene Indizes kletterten immer höher und setzten neue Meilensteine: Der MSCI All Country World Index übertraf sein Allzeithoch vom Dezember 2021. Der S&P 500 schrieb Geschichte, als er zum ersten Mal überhaupt die Marke von 5200 Punkten knackte. Ende Februar übertraf der Nikkei 225 Index erstmals sein historisches Rekordhoch von 1989 (Grafik 1).

Im vergangenen Monat weitete sich die Hausse nochmals aus. Gemäss «Global Fund Manager Survey» der Bank of America erhöhten globale institutionelle Vermögensverwalter ihre Allokation in Aktien seit Mitte Februar. Ausserdem fand eine ausgeprägte Stil- und Sektor-Rotation statt hin zu Substanzwerten und den Sektoren Finanz, Gesundheit, Basiskonsumgüter, Energie und Immobilien. Nach Regionen betrachtet resultierten daraus höhere Allokationen in

europäischen sowie Schwellenländeraktien, welche somit – ebenso wie chinesische und Schweizer Aktien – die Nase vorn hatten gegenüber US-Aktien.

## Was lesen wir daraus?

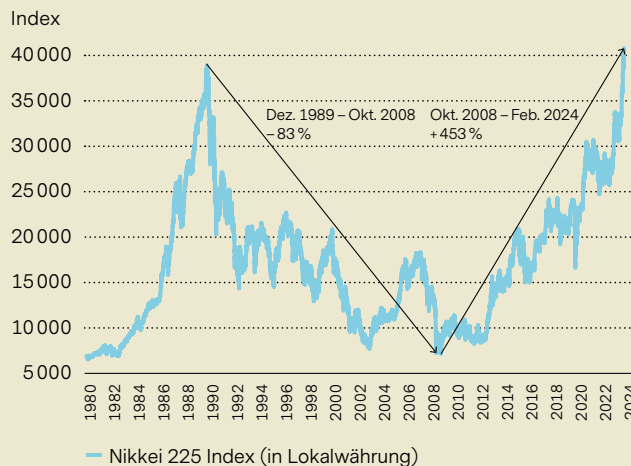
Der Optimismus, welcher sich unter Privatanlegern seit November breitmachte, verwandelte sich gemäss «Investor Sentiment Survey» der American Association of Individual Investors in Gier. Das bedeutet, dass die meisten Märkte derzeit überkauft und die Bewertungen in einigen Märkten und Sektoren extrem hoch sind.

Daraus mögen einige schliessen, die Hausse beruhe auf Irrationalität. Wir sind anderer Meinung. Denn Anleger dürfen die drastischen fundamentalen und strukturellen Veränderungen der letzten zehn Jahre an den Aktienmärkten nicht ausser Acht lassen. Nehmen wir den US-Technologiesektor als Beispiel, wo neu aufgekommene, strukturelle Megatrends die Erträge, Margen und freien Cashflows der Unternehmen begünstigten. Dies führte zu Überschussliquidität, welche die Firmen ihren Aktionären oft in Form von Aktienrückkäufen zurückgaben. Das heutige Umfeld lässt sich daher schwerlich mit der Internetblase des Jahres 2000 vergleichen (Grafik 2).

Wir erwarten, dass die Inflation künftig weiter abflauen und die Zentralbanken noch dieses Jahr zu Leitzins-Senkungen veranlassen wird. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass Anleger solche in der Regel positiv aufnehmen.

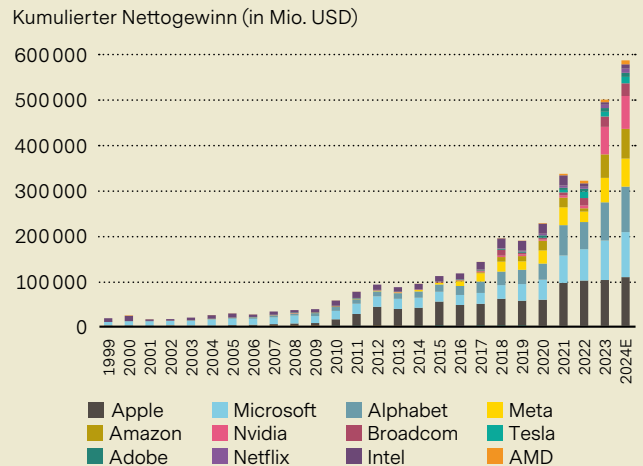
Vor diesem Hintergrund bleiben wir übergewichtet in Aktien. Die Details zu unserer Asset Allocation finden Sie auf Seite 5.

**Grafik 1: Nikkei 225 erklimmt nach über 30 Jahren neues Rekordhoch**



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 21. März 2024.

**Grafik 2: Kumulierter Gewinn der Top-12 grössten US-Technologiewerte / «Mega Caps»**



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 21. März 2024.

# Geopolitischer Aufwind für Öl



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

**Im März bekam der Ölpreis Aufwind durch die geopolitische Entwicklung (Grafik 1). Im Ukraine-Krieg scheint sich die Lage immer mehr zu Gunsten Russlands zu wenden, während die Ukraine – vom Westen inzwischen weniger stark unterstützt – ihre Angriffe auf die russische Öl-Infrastruktur intensiviert und zahlreiche ÖL-Raffinerien attackierte.**

Die dadurch verringerte Raffinerie-Kapazität Russlands verschärft die Situation für Öl-Produkte: Kann Russland sein Rohöl nicht weiterverarbeiten, steigen seine Lagerbestände. Russland kündigte bereits an, seine Öl-Exporte hochzuschrauben. Dies ist positiv für Öl-Produkte, aber das höhere Angebot ist nicht unbedingt gut für den Öl-Preis. Dieser dürfte bei über 80 US-Dollar pro Barrel gestützt bleiben, solange der Krieg nicht weiter eskaliert.

### Kupfer atmet (kurz) auf

Der Kupferpreis verdankt seinen jüngsten Anstieg in erster Linie einer befürchteten Angebotsverknappung. Für kurze Zeit näherte er sich der Marke von 9000 US-Dollar, nachdem bekannt wurde, dass sich verlustbringende Hüttenwerke in China auf eine Produktionskürzung geeinigt hatten. Weil aber keine konkreten Details folgten,

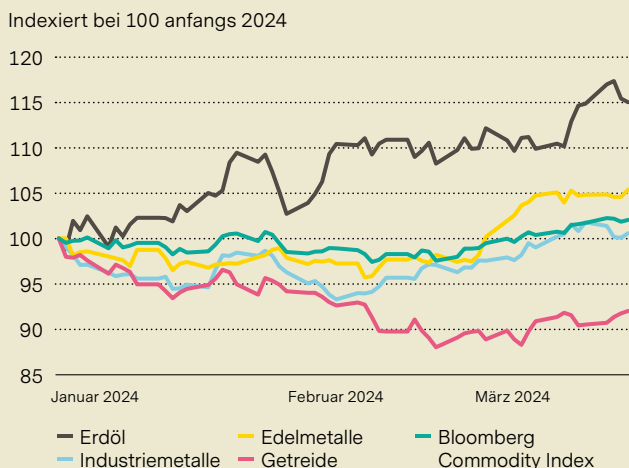
verlor die Hausse wieder an Schwung. Nachfrageseitig weht weiterhin Gegenwind. Im für Kupfer wichtigen chinesischen Immobiliensektor sanken die Investitionen im Januar und Februar um 9%. Zudem stiegen die chinesischen Lagerbestände markant (Grafik 2). Ohne signifikante Impulse oder einen Angebotschock dürfte das Aufwärtspotenzial des Kupferpreises begrenzt sein.

### Gold glänzt

Gold erklimmte im März ein neues Allzeithoch von über 2200 US-Dollar pro Unze. Während börsengehandelte Gold-Fonds lange mit Abflüssen zu kämpfen hatten – gemäss dem World Gold Council zogen die Anleger allein im Februar Gelder in Höhe von rund 2,9 Milliarden US-Dollar ab –, machte die ungebrochen starke Nachfrage der Zentralbanken dies mehr als wett. Dabei stach die chinesische Zentralbank heraus: Sie kauft seit 16 Monaten Gold – im Februar waren es 390 000 Unzen – und sitzt nun auf rund 72 Millionen Unzen. Aber auch Chinas Konsumenten griffen beherzt zu, trotz des hohen Preises. Eine mögliche Erklärung könnte die wirtschaftliche Lage im Land sein.

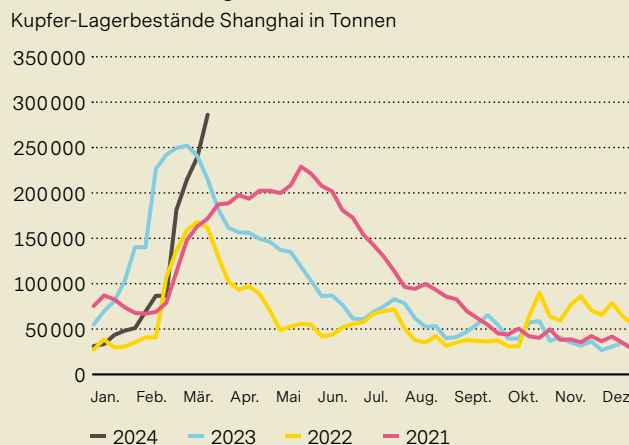
Die künftige Nachfrage der Zentralbanken ist schwer vorherzusagen (und Daten hierzu werden zeitlich verzögert veröffentlicht). Doch die Aussicht auf einen schwächeren US-Dollar und niedrigere US-Realzinsen dürften Gold zugutekommen. Unterstützung dürfte es in den kommenden Monaten auch von geopolitischer Seite geben (Russland-Ukraine, Nahost, US-Wahlen).

**Grafik 1: Rohstoff-Entwicklung seit Jahresbeginn**



Quelle: LSEG, Bloomberg, Vontobel; Daten per 21. März 2024.

**Grafik 2: Chinesische Lagerbestände signalisieren verhaltene Nachfrage**



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 21. März 2024.

# Saison der Zinssenkungen eröffnet



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

**Die Schweizerische Nationalbank (SNB) senkte am 21. März als erste ihren bisherigen Leitzins von 1,75% um 25 Basispunkte auf 1,5%. Damit kam sie den anderen Zentralbanken zuvor. Diese dürften in naher Zukunft mit Zinssenkungen in ähnlichem Ausmass nachziehen.**

Der Zinsschritt der SNB überraschte viele Analysten, die erwartet hatten, sie würde ihren Leitzins bei 1,75% belassen. SNB-Präsident Thomas Jordan merkte an, wirksame Massnahmen zur Eindämmung der Inflation in den letzten zweieinhalb Jahren hätten diesen Schritt erlaubt. Zudem senkte die SNB ihre Inflationsprognose für 2024 von den im Dezember vorhergesagten 1,9% auf 1,4%.

Nicht zum ersten Mal überrumpelte die SNB die Anleger mit einer unerwarteten Entscheidung. Diese Neigung könnte auch in ihrer jüngsten Zinssenkung zum Ausdruck gekommen sein. Zwei nennenswerte derartige Vorkommnisse der Vergangenheit waren, als sie 2015 die Untergrenze des Wechselkurses des Schweizer Frankens zum Euro aufhob, und als sie 2022 ihren Leitzins um 50 Basispunkte erhöhte. Aktuell scheint sie gegenüber einer weiteren Lockerung ihrer Geldpolitik im weiteren Jahresverlauf nicht abgeneigt zu sein. Somit könnte ihr Leitzins

Ende Jahr auf 1% zu liegen kommen, wobei die Märkte derzeit knapp zwei weitere Zinssenkungen einpreisen (Grafik 1).

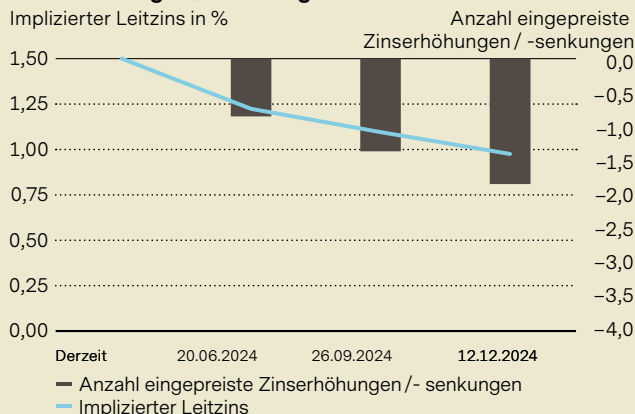
Der Schweizer Franken wertete nach dem SNB-Entscheid ab und dürfte in den kommenden Monaten sowohl gegenüber dem US-Dollar (USD) als auch dem Euro (EUR) weiter nachgeben, da die relativ milde Inflation in der Schweiz der SNB erlaubt, die Wirtschaft zu stützen.

## Blick auf die US-Wahlen

Der EUR/USD-Wechselkurs steht derzeit weitgehend unter dem Einfluss der erwarteten Zinsschritte der Zentralbanken. Doch bei den Entscheidungen der Anleger werden die anstehenden US-Präsidentschaftswahlen eine immer wichtigere Rolle spielen, zumal in den jüngsten Meinungsumfragen Donald Trump das Rennen anführt vor dem amtierenden Präsidenten Joe Biden (Grafik 2). Sollte Trump 2024 die Wahlen gewinnen, könnten die Wirtschaftsanreize von 2016 in Form von Steuersenkungen und einer unternehmensfreundlichen Politik entfallen, da der Steuersatz bereits jetzt niedrig ist und das Haushaltsdefizit hoch.

Die aktuelle Fiskal- und Geldpolitik im Zusammenspiel könnten nach restriktiveren fiskalischen Massnahmen und gleichzeitig einer Lockerung der Geldpolitik rufen, was dem EUR/USD-Wechselkurs zugutekäme. Eine zweite Amtszeit Trumps dagegen könnte wegen einer Anlegerflucht in den als sicherer Hafen geltenden US-Dollar, einer aggressiven Aussenpolitik und befürchteten neuerlichen Handelskonflikten eine Aufwertung der US-Währung bewirken.

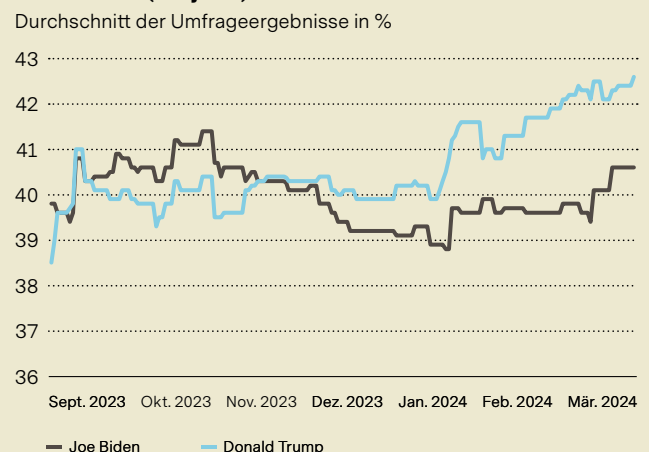
**Grafik 1: Implizierter US-Leitzins und Anzahl Zinserhöhungen/-senkungen**



Anmerkung: Negative Zahlen stehen für eingepreiste erwartete Zinssenkungen, positive Zahlen für eingepreiste erwartete Zinserhöhungen (derzeit ist keine Erhöhung eingepreist).

Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 21. März 2024.

**Grafik 2: Meinungsumfragen bevorzugen Trump, nicht Biden (bis jetzt)**



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 21. März 2024.

## Konjunktur und Finanzmärkte 2022 – 2025

Die folgende Liste zeigt für Bruttoinlandprodukt (BIP), Inflation / Inflationserwartung, Notenbankzinsen, zehnjährige Staatsanleihen, Wechselkurse und Rohstoffe die effektiven Werte, Wechselkurse und Preise für die Jahre 2022 und 2023 sowie die Konsens-Prognosen für die Jahre 2024 und 2025.

<b>BIP (IN %)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>AKTUELL<sup>1</sup></b>	<b>KONSENS 2024</b>	<b>KONSENS 2025</b>
Global (G20)	2,9	3,1	3,1	2,5	2,6
Eurozone	3,4	0,4	0,1	0,5	1,4
USA	1,9	2,5	3,1	2,1	1,7
Japan	1,0	1,9	1,2	0,7	1,1
Grossbritannien	4,5	0,3	-0,2	0,3	1,2
Schweiz	2,7	0,7	0,6	1,2	1,5
Australien	3,8	1,9	2,1	1,4	2,3
China	3,0	5,2	5,2	4,6	4,3

<b>INFLATION</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>AKTUELL<sup>2</sup></b>	<b>KONSENS 2024</b>	<b>KONSENS 2025</b>
Global (G20)	7,5	4,5	3,6	5,3	3,3
Eurozone	8,4	5,5	2,6	2,4	2,1
USA	8,0	4,1	3,2	2,8	2,4
Japan	2,5	3,3	2,2	2,3	1,8
Grossbritannien	9,1	7,3	3,4	2,5	2,1
Schweiz	2,8	2,2	1,2	1,5	1,2
Australien	6,6	5,7	4,1	3,3	2,8
China	2,0	0,2	0,7	0,8	1,6

<b>NOTENBANKZINSEN (IN %)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>AKTUELL</b>	<b>KONSENS 3 MONATE</b>	<b>KONSENS 12 MONATE</b>
EUR	2,50	4,50	4,50	3,60	2,80
USD	4,50	5,50	5,50	5,25	4,20
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	0,01	0,10
GBP	3,50	5,25	5,25	5,10	3,85
CHF	1,00	1,75	1,50	1,52	1,06
AUD	3,10	4,35	4,35	4,35	3,70
CNY	3,65	3,45	4,35	4,25	-

<b>RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>AKTUELL</b>	<b>KONSENS 3 MONATE</b>	<b>KONSENS 12 MONATE</b>
EUR (Deutschland)	2,6	2,0	2,43	2,18	2,09
USD	3,9	3,9	4,28	3,97	3,73
JPY	0,4	0,6	0,74	0,86	0,95
GBP	3,7	3,5	3,99	3,82	3,56
CHF	1,6	0,7	0,72	0,83	0,83
AUD	4,1	4,0	4,09	4,06	3,78

<b>WECHSELKURSE</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>AKTUELL</b>	<b>KONSENS 3 MONATE</b>	<b>KONSENS 12 MONATE</b>
CHF je EUR	0,99	0,93	0,98	0,97	1,00
CHF je USD	0,94	0,84	0,90	0,89	0,89
CHF je 100 JPY	0,72	0,60	0,59	0,61	0,64
CHF je GBP	1,12	1,07	1,14	1,12	1,14
USD je EUR	1,06	1,10	1,09	1,09	1,11
JPY je USD	130,00	141,00	151,00	145,00	139,00
USD je AUD	0,67	0,68	0,66	0,67	0,69
GBP je EUR	0,88	0,87	0,86	0,86	0,86
CNY je USD	6,91	7,10	7,20	7,15	7,10

<b>ROHSTOFFE</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>AKTUELL</b>	<b>KONSENS 3 MONATE</b>	<b>KONSENS 12 MONATE</b>
Brent-Rohöl, USD je Barrel	86	77	86	83	83
Gold, USD je Feinunze	1824	2063	2188	2050	2100
Kupfer, USD je Tonne	8372	8559	8928	8500	9182

<sup>1</sup> Neuste verfügbare Quartalsdaten

<sup>2</sup> Neuste verfügbare Monatsdaten, G20-Daten nur vierteljährlich

Quelle: Vontobel, jeweilige Statistikämter und Zentralbanken, Stand: 21. März 2024

# 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](http://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](http://vontobel.com/CH/DE/MiFID-Schweiz). Einzelheiten dazu, wie wir mit Ihren Daten umgehen, finden Sie in unserer aktuellen Datenschutzrichtlinie ([vontobel.com/privacy-policy](http://vontobel.com/privacy-policy)) sowie auf unserer Website zum Datenschutz ([vontobel.com/gdpr](http://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](mailto:wealthmanagement@vontobel.com).

# 14 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, 38<sup>th</sup> 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](http://vontobel.com)

