

100 | Empowering
years | Investors

Vontobel

Investors' Outlook

Festen Tritts über heikles Gelände



Mai 2024

2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Ernüchternder April

6 Markt-Highlights

US-Wahlen: Was könnte eine zweite Amtszeit Trumps für Anleger bedeuten?

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*

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 Juni 2024)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

30. April 2024

Bemerkungen

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

Festen Tritts über heikles Gelände



—
Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Geschätzte Leserschaft

Der April hat uns wieder einmal vor Augen geführt, wie unmittelbar und heftig sich geopolitische Spannungen auf Anlage-Portfolios auswirken können. Schon länger befassten sich viele Investoren in erster Linie mit dem Arbeitsmarkt, den Zinsen und der Inflation. Jetzt wird ihnen allmählich bewusst, dass nicht nur die konjunkturelle, sondern auch die geopolitische Lage den gefürchteten «Schwarzen Schwan» aufschrecken könnte. Der Konflikt in Nahost eskalierte weiter, indem der Iran erstmals in der Geschichte Israel angriff. Dies verunsicherte die Anleger: Sie befürchteten einen möglichen Flächenbrand in der Region, in den die USA verwickelt werden könnten. Zugleich dauert der Krieg in der Ukraine an, wo Russland eine baldige Offensive plant¹. Die Spannungen zwischen China und Taiwan bereiten den Anlegern zusätzliche Sorgen. Ausserdem dürfte das historische Wahljahr 2024 die Gesellschaft in den USA spalten.

Die Zunahme des CBOE Volatility Index (VIX)² im laufenden Jahr spiegelt das erwachende Anlegerbewusstsein für die äusserst angespannte und fragmentierte geopolitische Lage, den Ölpreis-Anstieg und erneute Inflationsängste. Dies hat einen weltweiten Aktien-Ausverkauf bewirkt.

Zugleich steht das herkömmliche 60/40-Portfolio aus 60% Aktien und 40% Anleihen auf der Kippe, welches lange Zeit als Eckpfeiler diversifizierter Anlagestrategien gerühmt wurde. Diese klassische Portfolio-Strategie erlitt im Jahr 2022 einen so herben Schlag wie nie. Somit steht die Frage im Raum, ob sie auch in Zukunft langfristig Ertrag erzielen kann, indem sie kurzfristige Schwankungen abfedert, oder ob aufgrund struktureller Marktveränderungen ein Umdenken fällig ist. Wie können wir uns vor möglichen künftigen Wertverlusten am besten schützen? Müssen

wir bei der herkömmlichen Anleihen-Allokation über die Bücher gehen? Gibt es einen triftigen Grund, weshalb zum Beispiel die Renditeaufschläge von Investment-Grade- und Hochzins- Unternehmensanleihen nicht höher sind? Vielleicht spiegeln sie nicht nur die gesunden Bilanzen der Unternehmen, sondern auch die aufgeblähte Verschuldung der G7-Staaten. Es kann gut sein, dass die Staatsanleihen-Allokation in 60/40-Portfolios künftig geringer sein wird, da Anleger nach wirksameren Möglichkeiten suchen, um das Risiko zu mindern.

Derzeit sind die Preise aller Vermögenswerte rekordhoch, von Kakao über Kryptowährungen bis hin zu Gold. Daher mag die Suche nach Alternativen zum Schutz vor Risiken schwierig erscheinen. Die Beimischung von liquiden alternativen Anlageklassen, etwa Katastrophen-Anleihen, kann als solide Diversifikation dienen und als Risikopuffer für Folgen geopolitischer Ereignisse oder turbulente Märkte. Selbst Rohstoffe, welche wohl die meisten für äusserst zyklisch und volatil halten, können einen gewissen Grad an Inflationsschutz bieten und eine Renditequelle ohne überhöhtes Risiko für Anleger sein. Der maximale Wertverlust (Maximum Drawdown) des Bloomberg Commodity Index weicht mit nahezu 30% seit Anfang 2022 nicht mehr weit von jenem der zehnjährigen US-Staatsanleihe ab, welche die meisten immer noch für risikolos halten. Klar ist, dass das einfache, nur aus Anleihen und Aktien bestehende Portfolio, welches der Generation unserer Eltern lieb war, seinen Zweck nicht mehr erfüllt für die Generation unserer Kinder.

In diesem Investors' Outlook räumen wir einer frühzeitigen Analyse der bevorstehenden US-Präsidentschaftswahlen mehr Platz ein. Des Weiteren beleuchten wir, was die Eskalation in Nahost für Rohstoffe bedeutet. Und wie immer erläutern wir unsere Asset Allocation.

→ Webcast

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

¹ Quelle: Institute for the Study of War. understandingwar.org/backgrounder/russian-offensive-campaign-assessment-april-26-2024

² Der CBOE Volatility Index (VIX) drückt die erwartete Schwankungsbreite des US-Aktienindex S&P 500 aus. Der VIX wird von der Terminbörse Chicago Board Options Exchange in Echtzeit berechnet und veröffentlicht.



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Ernüchternder April

Zu den alarmierenden Ernüchterungen vom April gehören die zunehmenden geopolitischen Spannungen in Nahost. Die Anleger behielten die drohende Eskalation und ihre möglichen Auswirkungen auf die Finanzmärkte fest im Auge, verloren aber auch die Zentralbanken und das Abschätzen des Zeitpunkts allfälliger Leitzinssenkungen nicht aus dem Blickfeld.

Die US-Wirtschaftsdaten fielen aufgrund ausgabefreudiger Konsumenten und eines robusten Arbeitsmarkts wiederum stärker aus als erwartet. Damit blieb die Inflation überraschend hartnäckig, was der US-Notenbank Fed die letzte Phase ihres Kampfes gegen die Teuerung erschweren dürfte. Deshalb werden die ersten Leitzinssenkungen wahrscheinlich später erfolgen als ursprünglich angenommen. So deutete es auch der Fed-Vorsitzende Jerome Powell letzten Monat an mit seiner Äusserung, die geldpolitischen Entscheidungsträger könnten ihre Leitzinsen so lange wie nötig unverändert lassen, falls der Preisdruck anhalte.

Trotzdem können die Anleger den Juni kaum erwarten. Denn in der Wirtschaft der Eurozone zeichnet sich eine Verbesserung ab: Die Früh-Indikatoren für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor zeigen nach oben, die Inflation ist deutlich schwächer und die Industrieproduktion in Deutschland, der grössten Volkswirtschaft in der Region, nahm stärker zu als erwartet. Die Europäische Zentralbank (EZB) macht sich bereit für eine erste Leitzinssenkung. EZB-Präsidentin Christine Lagarde sagte Mitte April in einem Interview mit CNBC, die Zentralbank nähere sich dem Zeitpunkt, ab dem sie ihre restriktive Geldpolitik lockern müsse, sofern kein grosser Schock eintrete. Andere Mitglieder des EZB-Rats stiessen ins gleiche Horn.

Das Vontobel Investment Committee beschloss, Anleihen von neutral auf untergewichtet zurück und im Gegenzug Rohstoffe von untergewichtet auf neutral hochzustufen. Denn Letztere könnten profitieren, falls sich geopolitische Risiken bewahrheiten. Aktien halten wir insgesamt weiterhin übergewichtet. Die Details zu unserer Asset Allocation finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität		→				Unser Untergewicht in Liquidität behalten wir bei. Denn über neun bis zwölf Monate räumen wir anderen Anlageklassen mehr Renditepotenzial ein.
2 Anleihen		↘				Unsere bisher neutrale Positionierung von Anleihen insgesamt ändert in ein leichtes Untergewicht, da wir unser Engagement in Investment-Grade-Unternehmensanleihen von neutral auf untergewichtet zurückstufen. In unserem verbesserten makroökonomischen Szenario rechnen wir mit etwas stärkerem Wachstum, was zyklische Anlageklassen wie Aktien und Rohstoffe tendenziell begünstigt zulasten von Anleihen. Da wir die Bewertungen von Investment-Grade-Unternehmensanleihen nicht attraktiv finden, bevorzugen wir stattdessen ein Zins-Engagement via Staatsanleihen, die wir weiterhin übergewichten, nebst Schwellenländeranleihen in Hartwährungen.
3 Aktien				→		In Aktien bleiben wir insgesamt übergewichtet. Unseres Erachtens wird die US-Notenbank Fed ihren Leitzins später senken als ursprünglich angenommen, aber stärker als in den Märkten aktuell eingepreist. Zudem könnten sich die weltweiten Konjunktur-Frühindikatoren, etwa die Einkaufsmanagerindizes, in den kommenden Monaten weiter verbessern, während das Risiko einer zweiten Inflationswelle nach unserem Ermessen trotz der unerwartet starken monatlichen Inflationsdaten gering ist. Dies dürfte Aktien weiterhin zugutekommen. Bei den Sub-Anlageklassen bleiben wir übergewichtet in US-Aktien. Aktien der Eurozone stufen wir von untergewichtet auf neutral hoch und im Gegenzug Schweizer Aktien von übergewichtet auf neutral zurück. Unserer Meinung nach sind Aktien der Eurozone dem laufenden Konjunkturzyklus stärker ausgesetzt als jene der Schweiz. Ausserdem hat die Europäische Zentralbank in unseren Augen mehr Spielraum für geldpolitische Lockerungen als die Schweizerische Nationalbank. Für japanische Aktien und Schwellenländeraktien bleiben wir neutral.
4 Gold				→		Für Gold bleiben wir leicht positiv. Das Edelmetall zählt zu den profitabelsten Anlageklassen seit Jahresbeginn mit einem Plus von nahezu 13% (in US-Dollar). Es jagt trotz steigender US-Realzinsen, anhaltender Dollarstärke und restriktiver Fed-Rhetorik von einem Rekordhoch zum nächsten, was nicht zuletzt seinem Status als sicherer Hafen zuzuschreiben ist. Die Nachfrage in den wichtigsten Märkten ist solid, die geopolitischen Risiken, unter anderem eine weitere Eskalation in Nahost, sind erhöht und die Nachfrage der Zentralbanken, besonders jenen der Schwellenländer, ist stark.
5 Rohstoffe			↗			Rohstoffe stufen wir von untergewichtet auf neutral hoch. Denn wir sind überzeugt, dass diese zyklische Anlageklasse durch eine Wiederbelebung der Weltwirtschaft zusätzlich Schub erhält, die Investoren den möglichen Konjunktur-Stimulus aus China unterschätzen, und die erhöhten geopolitischen Risiken, etwa eine weitere Eskalation in Nahost, Rohstoffe begünstigen könnten.
6 Alternative Strategien			→			Für alternative Fonds und Immobilien bleiben wir neutral. Bei Ersteren bevorzugen wir versicherungsgeschützte Wertschriften. Deren Entwicklung hängt primär von Versicherungsereignissen ab und korreliert daher in der Regel wenig mit den herkömmlichen Finanzmärkten.

US-Wahlen: Was könnte eine zweite Amtszeit Trumps für Anleger bedeuten?

Die US-Präsidentschaftswahlen sind noch eine Weile hin: Erst am 5. November 2024 wird die grösste Volkswirtschaft der Welt zur Urne gehen. Doch ein Blick in die einschlägigen Finanz- und sozialen Medien zeigt klar, dass der Wahlkampf bereits auf Hochtouren läuft.



—
Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Neulich lieferten sich der amtierende Joe Biden und Wahlkandidat Donald Trump einen Schlagabtausch darüber, wer von ihnen dem Präsidenten-Amt besser gewachsen sei. Der 77-jährige Trump bezeichnete Biden als völlig inkompetent¹, während der 81-jährige Biden, auf sein fortgeschrittenes Alter angesprochen, antwortete, ein Kandidat sei zu alt und geistig ungeeignet, um Präsident zu sein, ... der andere sei er². Um herauszufinden, wer letzten Endes ins Weisse Haus einziehen wird, lässt sich unseres Erachtens ebenso gut eine Münze werfen. Den Wahlausgang mit Wahrscheinlichkeitsrechnungen prognostizieren zu wollen, finden wir angesichts der aktuellen Lage wenig sinnvoll. Hilfreich für Anleger können aber Gedanken-Experimente sein und sich zu fragen: Was wäre, wenn ...?

In diesem Artikel fokussieren wir uns weniger auf Biden als auf Trump. Das liegt nicht an unserer politischen Gesinnung oder daran, dass wir Trump höhere Chancen einräumen, sondern es spiegelt unsere Überzeugung, dass eine zweite Amtszeit Trumps grössere Markt-Implicationen hätte als eine Wiederwahl Bidens, welche in unseren Augen wohl eher eine Verlängerung des Status Quo bedeuten würde.

Warum sollte eine zweite Amtszeit Trumps ernsthaft erwogen werden?

Trumps erste Amtszeit (2017–2021) war ereignisreich: Handelskrieg mit China, zahlreiche personelle Wechsel, Ausstieg aus dem Atom-Abkommen mit dem Iran, Aufkündigung des Pariser Klimaabkommens, Abkehr von Allianzen wie der North Atlantic Treaty Organization (NATO) oder der World Trade Organization (WTO), Einreise-Stopp für gewisse Bevölkerungsgruppen, Mauerbau an der Grenze zu Mexiko, Amtsenthebungsverfahren, Entwendung von Geheimpapieren, Anschuldigungen wegen Wahlbetrug, bewaffneter Sturm auf das Kapitol ... Man könnte also meinen, die Hürden für eine zweite Amtszeit wären hoch. Doch Umfragen offenbaren ein Kopf-an-Kopf-Rennen und auch in den heftig umkämpften sogenannten «Swing»-Staaten³ sieht es nicht schlecht



aus. Zudem schnitt Trump in der Vergangenheit besser ab, als es die Umfragen vermuten liessen⁴. Übrigens waren in der Vergangenheit oft Drittkandidaten das Zünglein an der Waage, das den Demokraten einen Strich durch die Rechnung machte.

Was spricht für Trump?

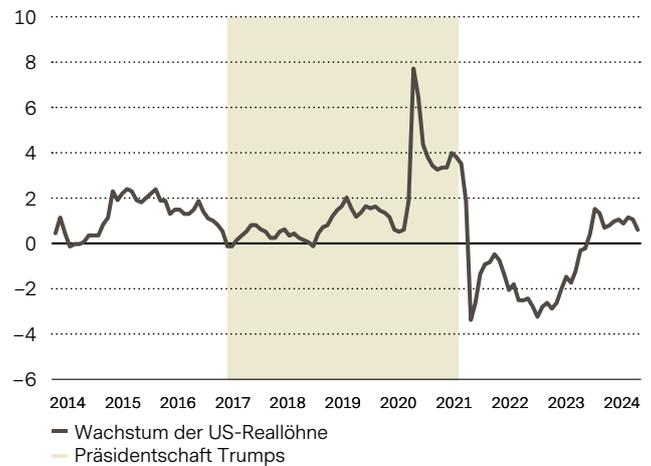
Unserer Meinung nach hat Trumps anhaltende Beliebtheit viel mit gesellschaftlichen Entwicklungen und seinem Status als «Enfant terrible» des Establishments zu tun. Nehmen wir zum Beispiel die zunehmend frustrierte amerikanische Mittelschicht⁵. Sie fühlt sich seit Jahrzehnten im Stich gelassen, da im Zug der Globalisierung viele ehemals schlecht Verdienende in die Mittelschicht aufstiegen und Entwicklungsländer wie China profitierten. In den 1990er Jahren besass die Mittelschicht rund 37% des Vermögens aller US-Privathaushalte. Um die Jahrtausendwende sank die Zahl auf rund 30%. Heute beträgt sie gemäss Daten der US-Notenbank Fed weniger als 26%. Gleichzeitig nimmt das Vertrauen in staatliche Institutionen seit Jahren ab. Einer Gallup-Umfrage⁶ zufolge betrug das Vertrauen in den Obersten Gerichtshof in den 1980er Jahren knapp 60%. 2023 waren es nur noch 27%. Noch schlechter sieht es für das Vertrauen in die Medien (2023: 18%) und in den Kongress (2023: 8%) aus. Diese sich schon lange abzeichnenden Entwicklungen verschärfen sich nach Trumps Abgang. Wichtiger Grund dafür dürfte der Inflationsschock sein, der das reale (inflationsbereinigte) Einkommen vieler Amerikaner Anfang 2021 ins Minus drückte (Grafik 1).

Auch die Unbeliebtheit Bidens spielt Trump in die Hände. Normalerweise lässt sich mit der Zustimmungsrates eines Präsidenten die Chance auf seine Wiederwahl recht gut voraussagen. In der Vergangenheit hing die Meinung der Öffentlichkeit über den Präsidenten vor allem von ihrer Einschätzung der Wirtschaft ab. Dieser Zusammenhang geriet in letzter Zeit jedoch aus den Fugen: Die US-Wirtschaft ist stark, die Arbeitslosenquote verharrt auf historisch tiefem Niveau, sogar die Inflation (deren Grundstein bereits vor Bidens Amtsantritt gelegt wurde) ist deutlich gesunken, und dennoch ist Bidens Zustimmungsrates im Keller. Betrug sie laut der von ABC News betriebenen Website FiveThirtyEight⁷ Anfang 2021 noch 53%, liegt sie inzwischen bei rund 40%. Damit ist Biden unbeliebter als Trump während seiner ersten Amtszeit.

Laut einer Ipsos-Umfrage⁸ trauen viele Amerikaner Biden nicht zu, dass er für sie wichtige Themen anpacken kann. Das gilt besonders für gesellschaftlich brisante Themen wie Kriminalität oder Zuwanderung. Letztere nahm

Grafik 1: Seit Trumps Abwahl kann sich der Durchschnittsamerikaner weniger leisten

Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 16. April 2024.

seit 2022 (u.a. aufgrund der Lockerung der Pandemie-Beschränkungen) deutlich zu und verschärfte sich 2023 und 2024 weiter. Gemäss Bloomberg News⁹ trafen Bundesbeamte allein im Dezember 2023 täglich auf 10000 Menschen, welche die Südgrenze der USA überquerten – ein guter Nährboden für populistische Parolen. Zudem scheint einer der verlässlichsten Wählerblöcke der Demokraten seine Meinung geändert zu haben. Laut einer kürzlichen Siena-Umfrage der New York Times¹⁰ ist die Unterstützung Trumps durch schwarze Wähler auf 16% gestiegen. Auch bei hispanischen Wählern wird Trump beliebter. Eine mögliche Erklärung könnte sein, dass Biden diese Bevölkerungsgruppen desillusioniert hat und die negativen Realeinkommen sie besonders betreffen.

Was spricht für Biden?

Biden hat immerhin die Statistiken auf seiner Seite. In der Vergangenheit wurde der amtierende US-Präsident in 67% der Fälle wiedergewählt. Konnte der amtierende Präsident eine Rezession vermeiden, wurde er sogar in 80% der Fälle wiedergewählt. Glitt die Wirtschaft jedoch in eine Rezession ab, wurde der Präsident abgestraft und die Quote sank auf 44% (Grafik 2, Seite 9). Aufgrund des starken Arbeitsmarkts in den USA generell wie auch in den «Swing»-Staaten sieht es derzeit danach aus, dass bis zu den Wahlen eine Rezession verhindert werden kann.

¹ Quelle: Artikel von The Hill, publiziert am 14. September 2023. thehill.com/homenews/campaign/4203873-trump-biden-not-too-old-to-be-president/

² Quelle: Artikel von Reuters, publiziert am 17. März 2024. www.reuters.com/world/us/biden-michigan-governor-whitmer-utahs-cox-joke-washingtons-gridiron-dinner-2024-03-16/

³ «Swing»-Staaten sind US-Bundesstaaten, in denen vor der Wahl keine klare Präferenz für einen Kandidaten erkennbar ist. Bevölkerungsreiche «Swing»-Staaten beeinflussten in der Vergangenheit oftmals den Wahlausgang. 2024 gelten Arizona, Nevada, Georgia, Michigan, Pennsylvania, und Wisconsin als «Swing»-Staaten.

⁴ Quelle: Artikel des Pew Research Center, publiziert am 9. November 2016. www.pewresearch.org/short-read/2016/11/09/why-2016-election-polls-missed-their-mark/

⁵ Als Mittelschicht definieren wir alle Haushalte, die zwischen dem 20. und 80. Einkommens-Perzentil liegen.

⁶ Quelle: Gallup-Umfrage: news.gallup.com/poll/1597/confidence-institutions.aspx

⁷ Quelle: FiveThirtyEight, per 29. April 2024. projects.fivethirtyeight.com/biden-approval-rating/

⁸ Quelle: Artikel von ABC News, publiziert am 10. März 2024. abcnews.go.com/Politics/biden-trump-americans-trust-president-poll/story?id=107938351

⁹ Quelle: Artikel von Bloomberg News, publiziert am 2. April 2024. www.bloomberg.com/features/2024-election-texas-border-migration/

¹⁰ Quelle: The New York Times, publiziert am 13. April 2024. www.nytimes.com/interactive/2024/04/14/us/elections/times-siena-poll-registered-voter-crosstabs.html

8 Markt-Highlights

Wer wird den Kongress für sich gewinnen?

Wichtig ist zudem, wer den Kongress für sich gewinnen kann. Am wahrscheinlichsten sind unserer Meinung nach zwei Szenarien: entweder eine «rote Welle» (signifikante Gewinne für die Republikaner) oder eine Patt-Situation. Eine «blaue Welle» (signifikante Gewinne für die Demokraten) halten wir für weniger wahrscheinlich.

Warum? Der Kongress ist unterteilt in den Senat und das Repräsentantenhaus. Im Senat stehen dieses Jahr 28 Demokraten-Sitze zur Wiederwahl, 23 Demokraten-Sitze stehen nicht zur Wahl und gelten somit als gesichert. Anders sieht es bei den Republikanern aus, wo nur 11 Sitze zur Wiederwahl stehen und 38 als gesichert gelten.

Gemäss Umfragen von 270toWin¹¹ haben die Republikaner aktuell die Nase vorn. Es ist daher gut möglich, dass die Republikaner Sitze hinzugewinnen und somit im Senat mehr Einfluss nehmen können. Wer im Repräsentantenhaus das Sagen haben wird, hängt wahrscheinlich vom Wahlergebnis ab.

In unseren Augen wären Trump im Fall seines Wahlsiegs die Hände wohl weniger gebunden. Gewinnt Biden, dürfte er im Kongress wahrscheinlich auf Widerstand stossen. Gewinnt aber Trump, hat er vermutlich die Mehrheit im Kongress auf seiner Seite.

Was sich weder unter Trump noch unter Biden ändern dürfte

Unseres Erachtens dürften unabhängig davon, ob Biden im Weissen Haus verbleibt oder Trump dort einziehen wird, der Protektionismus, die Anti-China-Politik, die Aufrüstung und die hohe Staatsverschuldung fort dauern.

1. Protektionismus

Wer sich von Joe Biden etwas weniger «America first» und etwas mehr Offenheit im Handel erhoffte, wurde in den letzten Jahren eines Besseren belehrt. Biden wird nachgesagt, eine Politik des «freundlichen Protektionismus» zu verfolgen: Er schreibt weniger aggressive Tweets als sein Vorgänger, behält aber die Interessen Amerikas fest im Blick. Viele nationale Sicherheitszölle oder freiwillige Beschränkungen, die Trump mit anderen Ländern ausgehandelt hatte, behielt Biden bei. Er scheint Trumps Ansicht zu teilen, dass der Schutz der US-Stahlindustrie eine Frage der nationalen Sicherheit sei. Andere Massnahmen können ebenfalls als protektionistisch betrachtet werden, zum Beispiel der von Biden vorangetriebene «Chips and Science Act», welcher milliardenschwere Investitionen in die Herstellung von Halbleitern sowie in die Forschung & Entwicklung vorsieht und wieder mehr heimische Arbeitsplätze in der verarbeitenden Industrie schaffen soll.

2. Anti-China-Politik

Auch an der Haltung gegenüber der zweitgrössten Volkswirtschaft der Welt dürfte sich nicht viel ändern. Sowohl die Republikaner als auch die Demokraten erkannten über die Jahre, dass eine Anti-China-Politik die Wählergunst steigert. Während Trump seine

China-Feindlichkeit offen austrägt (verhängte er doch diverse Strafzölle oder bezeichnete Covid-19 als chinesisches Virus¹²), geht Biden subtiler, aber nicht minder entschlossen vor. Dies verdeutlicht zum Beispiel ein Blick auf die in den vergangenen Jahren von den USA auf die sogenannte «Entity List»¹³ gesetzten chinesischen Unternehmen (Grafik 3, Seite 9).

3. Aufrüstung

Ein weiterer Punkt ist der Trend hin zu militärischer Aufrüstung. Trump machte sich wiederholt für höhere Militärausgaben stark¹⁴ und forderte diese auch von anderen NATO-Mitgliedstaaten ein¹⁵. Im Februar liess er gar verlauten, dass er NATO-Verbündeten im Ernstfall nicht zur Seite stehen würde. Auch Biden plädiert für höhere Ausgaben. So legte er im März 2024 einen Haushaltsplan für das Jahr 2025 vor, der einen Antrag auf 850 Milliarden US-Dollar an frei verfügbaren Mitteln für das Verteidigungsministerium enthält (4,1 % mehr als 2023).

4. Staatsverschuldung

Auch die Schulden thematik (und damit einhergehende Fragen rund um die Tragbarkeit der Schuldenlast) dürfte fortbestehen. Auf den ersten Blick sind immer weiter steigende Staatsschulden nichts Neues. Die Staatsverschuldung, gemessen am prozentualen Anteil des Bruttoinlandprodukts, kennt seit Jahren nur eine Richtung: nach oben. In den 1980er Jahren betrug sie rund 30%. Inzwischen sind es mehr als 120%. Was jedoch bald zum Problem werden könnte, sind die (wegen der höheren Zinsen) gestiegenen Kosten zur Bedienung der Schulden, die so hoch sind wie seit 40 Jahren nicht mehr.

¹¹ Quelle: Website zu Politik, per 17. April 2024. www.270towin.com/2024-senate-election/

¹² Quelle: Artikel der University of California San Francisco, publiziert am 18. März 2021. www.ucsf.edu/news/2021/03/420081/trumps-chinese-virus-tweet-linked-rise-anti-asian-hashtags-twitter

¹³ Die «Entity List» ist eine von der US-Regierung geführte Liste ausländischer Personen, Unternehmen und Organisationen, die als nationales Sicherheitsrisiko eingestuft werden und für die bei der Ausfuhr bestimmter Technologien und Güter Ausfuhrbeschränkungen und Lizenz-Anforderungen gelten.

¹⁴ Quelle: Artikel der New York Times, publiziert am 27. Februar 2017. www.nytimes.com/2017/02/27/us/politics/trump-budget-military.html

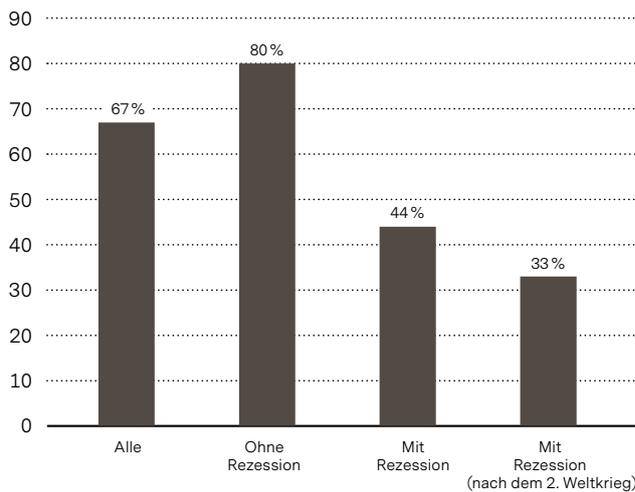
¹⁵ Quelle: Artikel von Reuters, publiziert am 11. Juli 2018. www.reuters.com/article/idUSKBN1K12BW/

Trumps Wahlkampf-Versprechen

Alle Wahlkampf-Versprechen Trumps zusammenzufassen wäre ein ziemlich ambitioniertes Unterfangen. Daher beschränken wir uns auf die fünf wichtigsten Bereiche: Fiskal-, Geld-, Handels-, Migrations- und Aussenpolitik.

Grafik 2: In der Regel hat der amtierende Präsident bessere Wahlchancen, wenn keine Rezession stattfindet

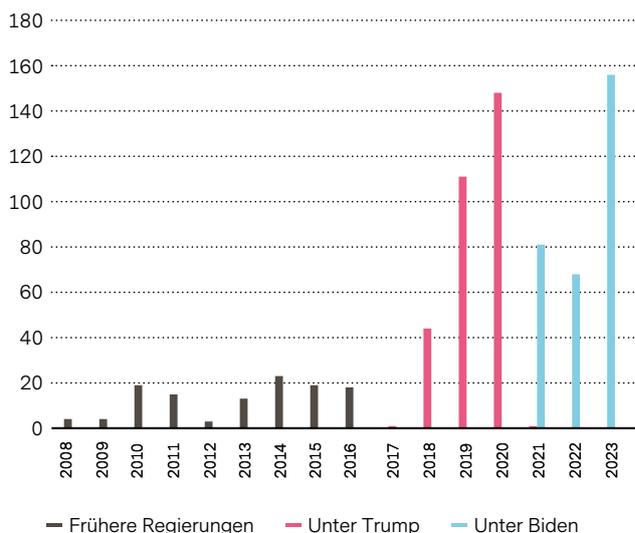
Gewinnchancen des amtierenden Präsidenten bei US-Wahlen (in %)



Quelle: BCA Research, NBER, Dave Leip's Atlas, Vontobel; Daten per 16. April 2024.

Grafik 3: Demokraten und Republikaner einig über Innovationen erschwerende Anti-China-Politik

Anzahl der von den USA auf die «Entity List» gesetzten chinesischen Unternehmen



Quelle: Department of Commerce, Bloomberg, Vontobel; Daten per 16. April 2024.

1. Fiskalpolitik

Trumps fiskalpolitische Agenda zielt vor allem auf geringere Steuern ab. Bereits während seiner ersten Amtszeit hatte Trump versucht, die Körperschaftssteuer von 35 % auf 15 % zu senken. Zuletzt lag sie bei 21 %. Laut einem Artikel der Washington Post¹⁶ sprachen Trump und seine Berater über weitere Senkungen der Körperschaftssteuer, womöglich sogar bis auf 15 %. Auch Privatpersonen könnten auf weniger Steuern unter Trump hoffen. In der Vergangenheit schwächten niedrigere Steuern jeweils die Haushaltsdisziplin der USA. Es ist anzunehmen, dass das bereits hohe Haushaltsdefizit weiter anschwellen wird. Dafür will Trump anderweitig sparen, unter anderem durch das Einstellen der staatlichen Finanzierung des öffentlichen Rundfunks. Auch Auslandhilfe, Klima-Subventionen oder Investitionen in nachhaltige Technologien sollen zurückgefahren werden (Trump sieht etwa in der Verbreitung von Elektroautos den Wegbereiter für Massenentlassungen in der US-Autoindustrie)¹⁷.

2. Geldpolitik

In Sachen Geldpolitik will Trump vor allem den Fed-Vorsitzenden Jerome Powell loswerden. Trump und Powell können auf eine turbulente Vergangenheit zurückblicken. 2017 ernannte Trump Powell (ebenfalls Republikaner) zum Fed-Vorsitzenden und pries ihn damals als «weise» und erfahren. Doch als Powell 2018 den Leitzins anhub, fiel er bei Trump in Ungnade. So bezeichnete Trump ihn und die Fed als planlos¹⁸ und plädierte für Powells Entlassung. 2019 twitterte Trump sogar die Frage «Wer ist unser schlimmerer Feind – Powell oder Chinas Präsident Xi Jinping?»¹⁹. 2024 deutete Trump an, Powell würde den Leitzins senken, um den Demokraten zu helfen und gewissen Leuten eine zweite Amtszeit zu sichern²⁰.

In unseren Augen wäre eine Entlassung Powells schwierig. Juristisch gesehen kann der Präsident ein Vorstandsmitglied der Fed (auch Powell) nur aus einem triftigen Grund absetzen. Unzufriedenheit mit der Geldpolitik der Fed ist wohl kaum triftig genug. Trump verkündete jedoch bereits, wenn er die Wahl zum Präsidenten gewinne, werde er Powell keine zweite Amtszeit einräumen (dessen vierjährige Amtszeit endet 2026). Danach könnte er einen Fed-Vorsitzenden nach seinen Vorzügen zur Ernennung vorschlagen. Dem müsste der Kongress allerdings zustimmen.

3. Handelspolitik

Trump verfolgt weiterhin eine «America first»-Politik. Daher ist im Fall einer zweiten Amtszeit Trumps mit mehr handelspolitischer Unsicherheit zu rechnen. Trump verkündete bereits, wenn er die Wahl gewinne, werde er Importzölle in Höhe von 60 % auf Waren aus China und von 10 % auf Waren aus anderen Staaten erheben. Aktuell beträgt der Waren-Zoll im Schnitt 3 %, für China 19%²¹. Sollte Trump dies durchpeitschen, wäre nebst China die Europäische Union als zweitgrösster Handelspartner der USA besonders betroffen.

¹⁶ Quelle: Artikel der Washington Post, publiziert am 13. September 2023. www.washingtonpost.com/business/2023/09/11/trump-tax-cuts-2024/

¹⁷ Quelle: Artikel von Time, publiziert am 28. September 2024. time.com/6318298/why-trump-talking-about-electric-vehicles/

¹⁸ Quelle: Artikel von CNBC, publiziert am 14. August 2019. www.cnbc.com/2019/08/14/trump-hammers-clueless-jay-powell-rails-against-crazy-inverted-yield-curve.html

¹⁹ Quelle: Artikel von CNBC, publiziert am 23. August 2019. www.cnbc.com/2019/08/23/trump-tweets-who-is-our-bigger-enemy-fed-chairman-powell-or-chinese-president-xi.html

²⁰ Quelle: Artikel von Fortune, publiziert am 2. Februar 2024. fortune.com/2024/02/02/donald-trump-says-political-jerome-powell-will-help-democrats-lower-interest-rates/

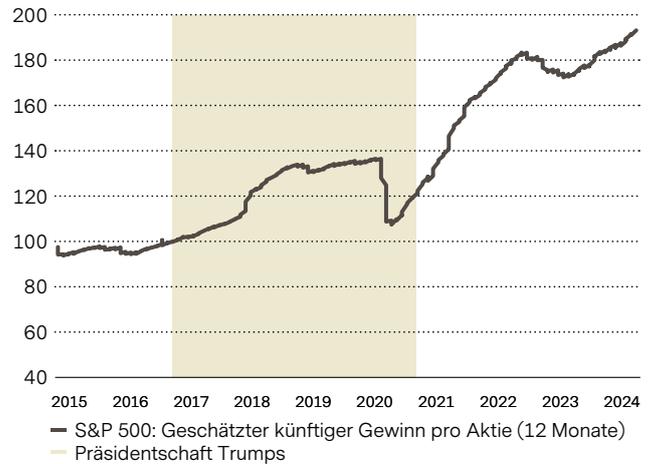
²¹ Quelle: Artikel von South China Morning Post, publiziert am 17. Januar 2024. www.scmp.com/news/china/diplomacy/article/3248691/us-tariffs-chinese-imports-might-increase-2024-analysts-say

10 Markt-Highlights



Grafik 4: Weitere Steuersenkungen gäben Gewinn pro Aktie Aufwind

Indiziert bei 100 per 8. November 2016, als Trump gewählt wurde



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 16. April 2024.

Ebenfalls zur Debatte steht eine Einschränkung chinesischen Eigentums an der US-Infrastruktur (etwa in den Bereichen Energie, Technologie, Telekommunikation und natürliche Ressourcen). Zudem erwägt Trump ein Investitionsverbot in China für US-Unternehmen sowie ein Überdenken der Rolle der USA in wichtigen Organisationen wie der Welthandelsorganisation (WTO).

4. Migrationspolitik

Ähnlich entschlossen klingen Trumps Pläne für die Zuwanderung. Unlängst beklagte er sich bei einer Benefiz-Veranstaltung, aus «netten» Ländern (nach Trumps Definition sind dies Dänemark, die Schweiz und Norwegen²²) würde niemand in die USA einwandern. Stattdessen müsse man sich mit Leuten aus anderen Ländern abmühen. Die legale Einwanderung sowie das Recht auf die US-Staatsbürgerschaft für in Amerika geborene Babys will er ebenfalls auf den Prüfstand stellen.

Auch wenn populistische Wähler eine schärfere Migrationspolitik begrüßen würden, könnte eine solche mitunter negative Folgen für den Arbeitsmarkt nach sich ziehen. Die starke Zuwanderung unter Biden wirkte sich mildernd auf den angespannten Arbeitsmarkt aus, wo seit Längerem eine zu hohe Nachfrage bei zu geringem Angebot an Arbeitskräften herrscht. Weniger Zuwanderung würde den Arbeitskräfte-Mangel noch verschärfen und den Lohndruck (und damit die Inflation) weiter anheizen.

5. Aussenpolitik

Abgesehen von der China-Politik ist auch die Beziehung zu Russland ein Thema, das im Auge behalten werden sollte. Trump scheint ein gutes Verhältnis zu Wladimir Putin zu haben. Trumps Aussage, er würde den Ukraine-Krieg innerhalb von 24 Stunden beilegen²³, klingt in unseren Ohren ein wenig ambitiös. Er könnte den Krieg aber

beeinflussen, indem er beispielsweise die Hilfe für die Ukraine einstellt, wovon angeblich bei seinem Treffen mit dem ungarischen Premierminister Viktor Orban im März die Rede war²⁴. Dazu müsste er allerdings den Kongress überzeugen, welcher Russland gegenüber skeptisch ist. Eine so erzwungene Beilegung des Krieges wäre unserer Meinung nach nicht unbedingt marktrelevant: Nach der Invasion Russlands in der Ukraine stieg der Ölpreis deutlich, aber seit Ende 2022 sank er wieder. Somit ist im Fall des Russland-Ukraine-Krieges die sogenannte geopolitische Risikoprämie nicht mehr gegeben. Stattdessen befeuern andere Konflikte (Israel-Hamas) den Ölpreis.

Eher auf den Ölpreis auswirken könnte sich Trumps Iran-Politik. Trump hält offenbar immer noch Sanktionen für den einzig gangbaren Weg, um den Iran an der Uran-Anreicherung (und damit dem Bau einer Atombombe) zu hindern. Der Iran ist einer der grössten Öl-Produzenten der Welt und belegte 2016 Rang 7 mit einer Fördermenge von 4.4 Millionen Barrel pro Tag. Nachdem Trump im Mai 2018 überraschend das Nuklear-Abkommen namens Joint Comprehensive Plan of Action (JCPOA) aufgekündigt hatte, schoss der Ölpreis innerhalb kurzer Zeit um 60% nach oben. Laut Schätzungen verschwanden (zumindest temporär) 2 bis 4 Millionen Barrel Öl vom Weltmarkt.

Im restlichen Mittleren Osten wusste Trump mit diplomatischem Geschick zu beeindrucken. Dank des von seiner Regierung vermittelten Abraham-Abkommens (2020) normalisierten sich die diplomatischen Beziehungen zwischen Israel und einigen arabischen Staaten. Die Unterzeichnenden – die Vereinigten Arabischen Emirate (VAE), Bahrain und Israel – bekräftigten damit ihren Wunsch, den Frieden im Mittleren Osten zu festigen. Die VAE und Israel schlossen ebenfalls ein Friedensabkommen. Trump unterhält ausserdem gute Beziehungen zu Saudi-Arabien und dem wichtigen Gas-Exporteur Katar.

²² Quelle: Artikel von The Guardian, publiziert am 8. April 2024. www.theguardian.com/us-news/2024/apr/08/trump-immigration-north-europe

²³ Quelle: Video von The Wall Street Journal, mit Genehmigung von CNN, publiziert am 11. Mai 2023. www.wsj.com/video/watch-trump-says-as-president-hed-settle-ukraine-war-within-24-hours/0BCA9F18-D3BF-43DA-9220-C13587EAEDF2

²⁴ Quelle: Artikel von Reuters, publiziert am 11. März 2024. www.reuters.com/world/europe/trump-wont-give-money-ukraine-if-elected-says-hungarys-orban-2024-03-11/

Was würde Trump 2.0 für die Wirtschaft bedeuten?

Wie sich eine zweite Amtszeit Trumps auf die wichtigsten makroökonomischen Variablen auswirken würde, ist schwer zu sagen. Zum einen ist nicht klar, ob Trump die Mehrheit im Kongress für sich gewinnen kann. Zum anderen ist nicht sicher, ob die Republikaner all seine Vorschläge gutheissen. Davon hängt ab, ob (und wie) seine Wahlkampf-Versprechen umgesetzt würden. Zudem ist die heutige Ausgangslage anders als bei Trumps Wahlkampf-Versprechen vor seiner ersten Amtszeit. Vor allem ist der Arbeitsmarkt gegenwärtig weitaus angespannter. Mit anderen Worten ist das Risiko eines Inflationsanstiegs heute viel höher als damals. Trotz dieser Unwägbarkeiten halten wir folgendes Szenario für möglich:

1. Wachstum

Eine zweite Amtszeit Trumps könnte das Wirtschaftswachstum insgesamt begünstigen. Die von Trump geplanten Steuersenkungen würden zu einem höheren Haushaltsdefizit führen. Dies hätte einen positiven fiskalischen Impuls zur Folge. Die von Trump vorangetriebenen Deregulierungspläne könnten ebenfalls mehr Produktivität bewirken. Dies würde die US-Wirtschaft stützen, vorausgesetzt der Kongress steht hinter Trump.

Längerfristig gäbe es aber auch negative Implikationen für das Wachstum. Weniger Zuwanderung zöge wahrscheinlich ein schwächeres Bevölkerungswachstum nach sich. Aufgrund der erhöhten Handelsunsicherheit bestünde zudem die Gefahr, dass die Unternehmen weniger Investitionen tätigen. Höhere Zölle und die damit einhergehenden höheren Preise könnten auch zu geringerem Konsum führen.

2. Inflation

Eine zweite Amtszeit Trumps wäre insgesamt wohl deflationär. Das bedeutet, dass das Preisniveau in den USA eher steigen würde. Dies zum einen wegen des vermutlich höheren Haushaltsdefizits und des damit einhergehenden positiven Nachfrageimpulses, zum anderen wegen der geringeren Zuwanderung und der damit einhergehenden Gefahr einer zusätzlichen Verknappung am Arbeitsmarkt (höherer Lohndruck durch geringeres Angebot an Arbeitskräften). Nicht zuletzt dürften sich auch die höheren Zölle in einer steigenden Inflation niederschlagen. Ein leichter disinflationärer Effekt könnte von der geringeren Zuwanderung ausgehen (weniger Einwanderer bedeuten weniger Nachfrage nach Wohnraum und damit weniger Teuerungsdruck bei den Häuser- und Mietpreisen).

3. Zinsen

Zwischen 2017 und 2018 (also während Trumps erster Amtszeit, als er volle Kontrolle über den Kongress hatte) stiegen die Zinsen, sprich die Anleiherenditen. Dies dürfte wiederum der Fall sein, falls Trump die Wahl gewinnt, da die Wirtschaft stärker wachsen, die Inflation höher ausfallen und der Kongress vermutlich unter republikanischer Kontrolle stehen würde. Das Aufwärtspotenzial etwas begrenzen könnten allerdings die Handelsunsicherheit und die auf maximalen Druck ausgelegte Aussenpolitik.

4. US-Dollar

Das Zusammenspiel von stärkerem Wirtschaftswachstum, höherer Inflation und Handelsunsicherheit birgt in unseren Augen eher Aufwertungspotenzial für den US-Dollar. Entscheidend ist hierbei jedoch das Agieren der Fed. Voraussetzung für einen stärkeren Dollar ist, dass sie entschieden gegen die höhere Inflation vorgeht (also den Leitzins erhöht). Wenn sie dies unterlässt und der Inflation tatenlos zusieht, dürfte dies den US-Dollar eher belasten.

Was würde Trump 2.0 für die Finanzmärkte bedeuten?

Für die Anlageklassen gilt zu bedenken, dass sie noch anderen Einflussfaktoren unterliegen als dem globalen Wirtschaftszyklus, der wiederum von weit mehr als dem Wahlergebnis beeinflusst wird.

1. Aktien

Die Vergangenheit hat gezeigt, dass die Aktienmärkte im Vorfeld von Wahlen in der Regel seitwärts tendieren. Dies überrascht kaum. Denn Wahlkämpfe werden immer auch von Unsicherheit über den zukünftigen politischen Kurs begleitet, und Aktienanleger mögen keine Unsicherheit. Sobald jeweils der Sieger feststand, stiegen die Märkte – auch wenn der amtierende Präsident nicht wiedergewählt wurde.

Eine weitere Steuersenkung würde sich vermutlich positiv auf den Gewinn pro Aktie auswirken (Grafik 4, Seite 10). Gleichzeitig sollten sich die Anleger aufgrund der weniger gut vorhersagbaren Politik auf höhere Volatilität an den Aktienmärkten (wie 2019) gefasst machen.

Innerhalb der Anlageklasse dürften Industrieländer-Aktien am ehesten profitieren. Einige Schwellenländer-Aktien könnten den Handelskrieg negativ zu spüren bekommen.

2. Anleihen

Anleihen dürften im Fall einer zweiten Amtszeit Trumps mehr zu kämpfen haben. Ein stärkerer US-Dollar würde sie begünstigen, nicht aber das Zusammenspiel von stärkerem Wachstum, höherer Inflation und höheren Zinsen. Aus Anlegersicht erscheinen Aktien bei stärkerem Wirtschaftswachstum attraktiver als Anleihen. Eine höhere Inflation mindert die Kaufkraft der zukünftigen Cashflows einer Anleihe. Bei steigenden Zinsen verlieren bestehende Anleihen im Portfolio an Wert.

3. Alternative Anlagen

Sollte sich unsere Annahme einer deflationären zweiten Amtszeit Trumps bestätigen, könnten Rohstoffe ebenfalls profitieren. Das höhere Wirtschaftswachstum sollte dieser zyklischen Anlageklasse zugutekommen. Während Gold zeitweise von erhöhter geopolitischer Unsicherheit profitieren könnte, dürften die höheren Zinsen und der stärkere US-Dollar auf dem Edelmetall lasten (die realen Zinsen und der US-Dollar entwickeln sich in der Regel in entgegengesetzter Richtung zum Goldpreis).

Wirtschaftstrends ändern und Jahr der Anleihen lässt sich Zeit



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Für 2024 hatten die Anleger anfänglich mit weniger Wachstum weniger Inflation sowie baldigen, deutlichen Leitzins-Senkungen gerechnet. Doch nun entpuppt sich das Wachstum als stet und der Inflationsdruck als hartnäckig, während sich die Normalisierung der Geldpolitik verzögert und in milderem Schritten erfolgen dürfte. Das erhoffte Jahr der Anleihen lässt auf sich warten.

Grosse Teile der US-Wirtschaft präsentieren sich trotz der aggressiven geldpolitischen Straffung nach wie vor robust. Nachdem eine unmittelbare Rezession ausblieb, rechneten die Anleger mit hartnäckiger Inflation. Wir waren skeptisch, dass diese so schnell sinken würde, wie im Markt vor nicht allzu langer Zeit eingepreist – denn wir waren der Meinung, die letzte Phase im Kampf gegen die Inflation sei die schwierigste. Vieles hängt von den Daten der nächsten Monate ab, und auch davon, wann die US-Notenbank Fed ihren Leitzins senken wird und in wie vielen Schritten bis Ende Jahr. Die meisten Fed-Vertreter gehen von zwei oder drei Zinssenkungen für 2024 aus. Doch die Situation könnte sich deutlich ändern, wenn die Inflation noch länger nicht abflaut, die Inflationserwartungen ausser Kontrolle geraten oder der Arbeitsmarkt sich unerwartet abschwächt. Was sich bei den Marktpreisen

deutlich geändert hat, ist das Ausmass der Zinssenkungen. Anfang Jahr preiste der Markt eine Wahrscheinlichkeit von 10% ein, dass der US-Leitzins Ende Jahr bei 2% oder darunter liegen würde. Inzwischen ist diese Wahrscheinlichkeit gesunken. Die Anleger scheinen von einer freundlichen Wirtschaftsentwicklung auszugehen. Optionen preisen derzeit eine Wahrscheinlichkeit von 30% ein, dass der US-Leitzins Ende Jahr zwischen 4% und 5% liegen wird, wobei wahrscheinlicher ist, dass sie über 5% liegen wird (Grafik 1).

Vorsicht geboten bei Unternehmensanleihen

Die optionsbereinigten Renditeaufschläge zu US-Staatsanleihen – sie spiegeln den Renditeunterschied zwischen Staats- und Unternehmensanleihen – sind eine gängige Messgrösse für das Ausfallrisiko. Nachdem die Renditeaufschläge von Investment-Grade-Unternehmensanleihen stark gesunken sind, ist deren Sicherheitsmarge beträchtlich kleiner. Inzwischen machen ihre Renditeaufschläge weniger als 20% der Gesamtrendite des Bloomberg US Corporate Bond Index aus (Grafik 2). Dies veranlasst uns zu mehr Vorsicht für dieses Segment. Die Risikoaufschläge von Hochzinsanleihen stiegen auf 329 Basispunkte, nachdem sie im vergangenen Monat auf unter 300 Basispunkte gesunken waren, den niedrigsten Stand seit rund drei Jahren. Im aktuell höchst unsicheren Umfeld könnten Hochzinsanleihen unter Druck geraten. Die Erwartung steigender Ausfallraten gepaart mit einer recht restriktiven Geldpolitik dürfte dieses Segment belasten. Dass somit hier das Verlustrisiko grösser ist als das Ertragspotenzial, behalten wir im Auge. Die aktuellen Renditeaufschläge von US-Hochzinsanleihen implizieren, dass die Ausfallraten gering sind und die Konjunktur vorderhand nicht schwächt.

Grafik 1: Märkte signalisieren grössere Wahrscheinlichkeit, dass US-Leitzins noch länger hoch bleibt

Implizite Wahrscheinlichkeit per Dezember 2024 in %



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 16. April 2024.

Grafik 2: Renditeaufschläge von US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen deutlich gesunken

In %



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 16. April 2024.

Halten die Unternehmensgewinne Aktien weiter in Schwung?



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

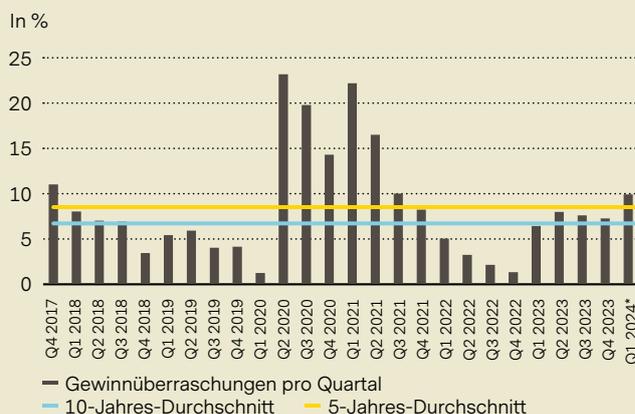
Nach ihrem nahezu fünf Monate langen Höhenflug befinden sich die Aktienmärkte seit Ende März fast durchgängig in einer Konsolidierungsphase. Die Aktienanleger beschäftigen viele Fragen: Kann die Berichtssaison den Aktienmärkten weiterhin Schwung verleihen? Kann das Wirtschaftswachstum den gestiegenen Anleihenrenditen und dem aufrechterhaltenen Mantra der US-Notenbank Fed trotzen, das da lautet, den hohen Leitzins länger beizubehalten und es mit Zinssenkungen nicht eilig zu haben, weil die Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung noch nicht zufriedenstellend sind?

Seit Oktober waren Neubewertungen die stärkste Triebfeder für den Aufwärtstrend an den Aktienmärkten. Sie spiegelten die Erwartung positiver Nachrichten (u.a. Lockerung der Geldpolitik, weiche Landung der Wirtschaft statt Rezession). Aufgrund dessen schloss in den USA der S&P 500 Index mehr als 160 Handelstage nacheinander über seinem gleitenden 50-Tage-Durchschnitt (durchschnittlicher Schlusskurs der letzten 50 Handelstage). Ein so langes Verharren über besagtem Durchschnitt kam seit der globalen Finanzkrise nicht mehr vor und seit 1945 nur selten. Dennoch kamen erneut Inflationsängste auf, weil die Teuerung der US-Konsumentenpreise drei

Monate nacheinander die Erwartungen übertraf, die US-Konsumausgaben überraschend hoch ausfielen und die Energiepreise infolge der zunehmenden Spannungen in Osteuropa und in Nahost nach oben schnellten.

Weil die restriktiv bleibende Fed bekräftigte, sie werde ihren hohen Leitzins länger beibehalten, kletterten die Anleihenrenditen in die Höhe und dämpften die Erwartung der Anleger, dass Zinssenkungen unmittelbar bevorstünden. Anfang Jahr hatten die Märkte bis zu sieben solche für 2024 eingepreist, die erste davon bereits im März. Bei Redaktionsschluss sind es weniger als zwei, die erste frühestens im dritten Quartal. Stehen wir nun wieder am selben Punkt wie letzten Sommer und ist dies der Anfang einer stärkeren Korrektur? Wir meinen, nein. Einerseits ist eine Konsolidierung keine Überraschung, wenn ein Inflationsanstieg, ein Aufschub der Zinswende und extremer Anleger-Optimismus aufeinandertreffen, wie Ende März der Fall. Ein Blick in die Statistik seit 1920 zeigt, dass im Schnitt drei bis vier Rückschläge von rund 5% oder mehr pro Jahr normal sind. Andererseits ist die Ausgangslage für die Zentralbanken jetzt eine andere, da sie den schwierigsten Teil des Inflationskampfs bereits bewältigt haben, erholt sich doch das Wachstum der Weltwirtschaft. Daraus lässt sich schliessen, dass der Anfang eines neuen Konjunkturzyklus näher rückt. Trifft dies zu, könnten sich in der kürzlich angelaufenen Berichtssaison die Gewinnüberraschungen der letzten Quartale fortsetzen (Grafik 1). Dies würde wiederum Aktien begünstigen. Unsere Annahme stützt, dass die globalen Gewinnrevisionen, auch wenn sie immer noch im Minus liegen, die Talsohle erreicht haben dürften und wieder aufwärts tendieren (Grafik 2). Deshalb bleiben wir in Aktien Übergewichtet. Weitere Informationen dazu finden Sie auf Seite 5.

Grafik 1: Gewinnüberraschungen pro Quartal im S&P 500 Index in den letzten acht Jahren



* laufende Berichtssaison

Anmerkung: Gewinnüberraschung bedeutet, dass der ausgewiesene vom erwarteten Gewinn eines Unternehmens abweicht

Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 19. April 2024.

Grafik 2: Globale Gewinnrevisionen verharren im Minus, doch Talsohle dürfte erreicht sein



* Werte über 1 bedeuten, dass die Unternehmen im MSCI AWCI ihre Gewinne mehrheitlich aufwärts revidierten, Werte unter 1, dass sie sie mehrheitlich abwärts revidierten.

Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 19. April 2024.

Ölpreis und drohende Ausweitung des Nahost-Konflikts



—
Michaela Huber
 Cross-Asset Strategist,
 Vontobel

Der Israel-Hamas-Konflikt beherrscht seit Oktober 2023 die Schlagzeilen. Damals skizzierten wir drei mögliche Szenarien: eines, bei dem der Konflikt auf Israel und die Hamas beschränkt bleibt, eines, bei dem sich die Hisbollah beteiligt, und eines, bei dem sich der zwischen Israel und dem Iran ausgetragene «Schattenkrieg» in einen direkteren Konflikt ausweitet. Mitte April bewahrheitete sich das dritte Szenario: Der Iran sandte als Reaktion auf einen israelischen Angriff auf sein Konsulat in Syrien Anfang des Monats (für den Israel nicht offiziell die Verantwortung übernahm) Drohnen und Raketen in Richtung Israel.

Der Angriff markierte eine neue, ernste Phase des Konflikts und liess den Ölpreis zeitweise über die Marke von 90 US-Dollar pro Barrel steigen (Grafik 1). Vieles hängt nun davon ab, wie sich der Konflikt weiterentwickelt. Wenn er nicht weiter eskaliert, dürften sich die Anleger früher oder später wieder auf die wichtigsten Einflussfaktoren fokussieren (Angebot, Nachfrage etc.). Dennoch dürften sie der Geopolitik generell mehr Aufmerksamkeit schenken. Eine weitere Eskalation könnte einen Ölpreis-Anstieg oder

gar -Schock bewirken. Im Fall eines Schocks dürften auch die Organisation erdölexportierender Länder und ihre Verbündeten (OPEC+) zu Hilfe eilen, da sie über freie Produktionskapazitäten von rund 5 Millionen Barrel pro Tag verfügen. Bei Redaktionsschluss waren viele Interessensgruppen um eine Deeskalation der Situation bemüht. US-Präsident Joe Biden sicherte dem israelischen Premier Benjamin Netanyahu seine Unterstützung zu, warnte aber vor einem Vergeltungsschlag Israels. Im Fall eines solchen würden die USA höchstwahrscheinlich nicht einschreiten¹. Auch Saudi-Arabien's Aussenministerium zeigte sich besorgt über die militärische Eskalation in der Region und rief alle beteiligten Parteien zur Zurückhaltung auf².

Der jüngste Anstieg des Goldpreises lässt sich nicht allein mit geopolitischen Faktoren erklären. Das gelbe Metall jagte trotz steigender US-Realzinsen und eines starken US-Dollar (beides normalerweise ungünstig für Gold) von einem Hoch zum nächsten. Eine häufig angeführte Erklärung ist die starke Nachfrage der Zentralbanken in den Schwellenländern (China und Indien bauten ihre Goldreserven deutlich aus). Ebenfalls möglich ist, dass der Markt etwas weiss, was wir nicht wissen: Beim Blick auf die jüngste Entwicklung von Gold und Bitcoin springt deren gegenseitige Abhängigkeit ins Auge: 1% Veränderung bei Gold entspricht rund 5% Veränderung beim Bitcoin. Dies überrascht, da die beiden normalerweise als Konkurrenten gelten. Es könnte sein, dass Anleger – zusehends beunruhigt durch die enorme Liquidität im System (Grafik 2) – in alternativen Vermögenswerten Zuflucht suchen.

¹ Quelle: Artikel von CNN, publiziert am 14. April 2024. edition.cnn.com/2024/04/14/politics/biden-netanyahu-israel-iran-response/index.html

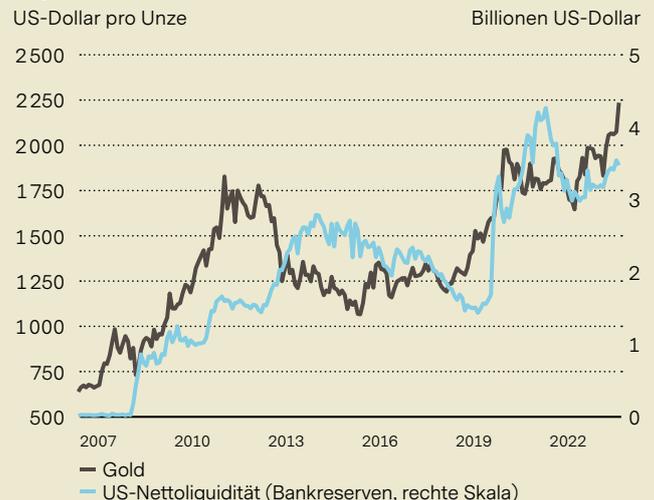
² Quelle: Artikel von Al Arabiya, publiziert am 14. April 2024. english.alarabiya.net/News/saudi-arabia/2024/04/14/saudi-arabia-expresses-deep-concern-over-military-escalations-in-the-region-

Grafik 1: Lage in Nahost treibt Ölpreis nach oben



Anmerkung: Der Index für das geopolitische Risiko basiert auf der Studie «Measuring Geopolitical Risk» (Dario Caldara und Matteo Iacoviello), Board of Governors of the Federal Reserve Board, 2017. In den weiss gekennzeichneten Phasen war der Index für das geopolitische Risiko Israels jeweils grösser als 1.
 Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 19. April 2024.

Grafik 2: Profitiert Gold von einem (versteckten) Liquiditätsschub?



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 19. April 2024.

Fallengelassene Leitzins-Senkungen beflügeln US-Dollar



— Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Wer Anfang 2024 von einer Abschwächung des US-Dollar ausging, wurde enttäuscht: Der US Dollar Index legte seit Jahresbeginn um 5% zu (Grafik 1). Dies lässt sich darauf zurückführen, dass die Anleger inzwischen nicht mehr mit bis zu sieben Leitzins-Senkungen der US-Notenbank Fed rechnen, sondern mit weniger als zwei. Zudem griff erneut Risikoscheu um sich, was den Anstieg des US-Dollar verstärkte.

Das Potenzial für einen weiteren Anstieg des US-Dollar von seinem aktuell hohen Niveau dürfte begrenzt sein. Die Dollar-Pessimisten könnten bald recht bekommen, falls die nächsten veröffentlichten Daten und Mitteilungen Hinweise geben, dass die Fed ihre erste Leitzins-Senkung nur ein paar Monate aufschiebt, und dieses sowie nächstes Jahr weitere solche vornehmen wird.

Sollte die Fed jedoch andeuten, dass ihr Leitzins dieses Jahr nicht mehr gesenkt wird oder gar eine weitere Straffung erforderlich ist, dürfte der US-Dollar seinen Höhenflug fortsetzen. Dies würde untermauern, dass er auf die geldpolitischen Signale der Fed reagiert.

Geopolitik stützt Schweizer Franken vorübergehend

Wenngleich eine neue Welle geopolitischer Spannungen den Schweizer Franken stützte, bleiben die Fundamental-daten für die Schweiz unverändert. Dies lässt vermuten, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihre Geld-politik wahrscheinlich noch mehr lockern muss, womit der Franken weiter abwerten könnte.

Obschon die Inflation der Konsumentenpreise in der Schweiz zuletzt erneut schwächer ausfiel, rechnen die Anleger weiterhin mit einem begrenzten Zyklus an Leitzins-Senkungen der SNB, wobei der Markt lediglich noch deren zwei für 2024 auf 1% per Ende Jahr einpreist (Grafik 2). Die wider Erwarten mildere Inflation bestärkte die SNB in ihrem Entscheid, ihren Leitzins letzten Monat zu senken. Dass sie nach dem weltweiten Inflationsanstieg als erste unter den Zentralbanken der G10-Länder die Zinswende vollzog, überraschte die Anleger.

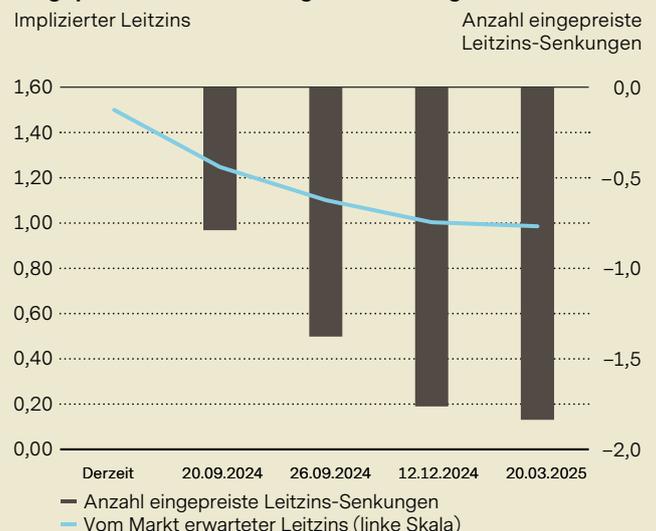
Im März stiegen die Konsumentenpreise in der Schweiz um lediglich 1% gegenüber Vorjahr und damit um weniger als die von den Ökonomen prognostizierten 1.3%. So gering war die Teuerung zuletzt vor zweieinhalb Jahren. Sie liess fast durchgängig nach, was andeutet, dass der Inflationsdruck in der Schweiz schneller nachlässt als erwartet. Der scheidende SNB-Präsident Thomas Jordan äusserte sich zuversichtlich: Das Risiko, dass die Inflation das SNB-Zielband am oberen Rand (2%) durchbrechen könnte, sei äusserst gering. Zuvor hatte die SNB damit gerechnet, die Inflation würde im zweiten und dritten Quartal wegen des erwarteten Anstiegs der Mieten leicht zunehmen.

Grafik 1: Geänderte Erwartungen zur Fed-Politik katapultieren US Dollar Index nach oben



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 16. März 2024.

Grafik 2: Vom Markt erwarteter SNB-Leitzins und eingepreiste Zinserhöhungen/-senkungen



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 16. 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.

BIP (IN %)	2022	2023	AKTUELL¹	KONSENS 2024	KONSENS 2025
Global (G20)	2,9	3,0	3,2	2,6	2,6
Eurozone	3,4	0,4	0,1	0,5	1,4
USA	1,9	2,5	3,1	2,4	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	2,2
China	3,0	5,2	5,3	4,7	4,4

INFLATION	2022	2023	AKTUELL²	KONSENS 2024	KONSENS 2025
Global (G20)	7,5	4,4	3,6	5,1	3,2
Eurozone	8,4	5,5	2,4	2,3	2,1
USA	8,0	4,1	3,5	3,0	2,4
Japan	2,5	3,3	2,7	2,3	1,8
Grossbritannien	9,1	7,3	3,2	2,4	2,2
Schweiz	2,8	2,2	1,0	1,3	1,2
Australien	6,6	5,7	4,1	3,3	2,8
China	2,0	0,2	0,1	0,7	1,6

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR	2,50	4,50	4,50	3,55	2,70
USD	4,50	5,50	5,50	5,00	4,00
JPY	-0,10	-0,10	0,10	0,20	0,20
GBP	3,50	5,25	5,25	4,70	3,60
CHF	1,00	1,75	1,50	1,11	0,98
AUD	3,10	4,35	4,35	4,20	3,50
CNY	3,65	3,45	4,35	4,25	n.a.

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR (Deutschland)	2,6	2,0	2,50	2,21	2,16
USD	3,9	3,9	4,60	3,96	3,76
JPY	0,4	0,6	0,85	0,91	1,06
GBP	3,7	3,5	4,26	3,68	3,46
CHF	1,6	0,7	0,77	0,70	0,80
AUD	4,1	4,0	4,26	3,95	3,78

WECHSELKURSE	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
CHF je EUR	0,99	0,93	0,97	0,99	1,01
CHF je USD	0,94	0,84	0,91	0,91	0,90
CHF je 100 JPY	0,72	0,60	0,59	0,63	0,67
CHF je GBP	1,12	1,07	1,13	1,15	1,17
USD je EUR	1,06	1,10	1,07	1,09	1,12
JPY je USD	130,00	141,00	155,00	145,00	135,00
USD je AUD	0,67	0,68	0,64	0,67	0,70
GBP je EUR	0,88	0,87	0,86	0,86	0,86
CNY je USD	6,91	7,10	7,24	7,20	7,00

ROHSTOFFE	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
Brent-Rohöl, USD je Barrel	86	77	86	84	81
Gold, USD je Feinunze	1824	2063	2377	2106	2125
Kupfer, USD je Tonne	8372	8559	9735	8914	9275

¹ Neuste verfügbare Quartalsdaten

² Neuste verfügbare Monatsdaten, G20-Daten nur vierteljährlich

Quelle: Vontobel, jeweilige Statistikämter und Zentralbanken, Stand: 19. April 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.

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.

Rechtlicher Hinweis für das Kapitel «Market Highlights», «US-Präsidentschaftswahlen – was eine zweite Amtszeit von Trump für die Anleger bedeuten könnte», auf den Seiten 6 – 11

Dieses Marketingdokument wurde von einem oder mehreren Unternehmen der Vontobel-Gruppe (zusammen «Vontobel») für private und institutionelle Kunden erstellt. Die hierin aufgeführten Ansichten und Meinungen sind diejenigen der oben genannten Personen und geben nicht die Meinung von Vontobel Asset Management oder der Vontobel-Gruppe als Ganzem wieder. Diese Ansichten können sich jederzeit und ohne Vorankündigung ändern.

Dieses Dokument dient lediglich Informationszwecken. Es stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung dar, Anlageinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen, Transaktionen durchzuführen oder Rechtsgeschäfte jedweder Art abzuschliessen.

Die historische Performance ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Performance. Renditen können unter anderem aufgrund von Wechselkursänderungen sowohl fallen als auch steigen. Der Wert der investierten Gelder kann zunehmen oder zurückgehen, und es gibt keine Garantie dafür, dass Sie Ihr angelegtes Kapital ganz oder teilweise zurückerhalten.

Obwohl Vontobel der Ansicht ist, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen auf zuverlässigen Quellen beruhen, kann Vontobel keine Verantwortung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen übernehmen.

Ausser in gemäss geltendem Urheberrecht zulässigen Fällen darf keine dieser Informationen, ganz gleich in welcher Form und auf welche Art, ohne die ausdrückliche schriftliche Zustimmung von Vontobel vervielfältigt, angepasst, für Dritte hochgeladen, verlinkt, geframt, öffentlich vorgeführt, verteilt oder übertragen werden. Soweit gesetzlich zulässig, haftet Vontobel in keiner Weise für Verluste oder Schäden, die Ihnen entstehen, weil Sie diese Informationen nutzen oder auf sie zugreifen oder weil Vontobel es unterlässt, Ihnen diese Informationen zur Verfügung zu stellen. Unsere Haftung für Fahrlässigkeit, Vertragsbruch oder Zuwiderhandlungen gegen Gesetze, weil wir diese Informationen oder Teile davon nicht zur Verfügung gestellt haben, oder für Probleme in Zusammenhang mit diesen Informationen, die rechtmässig nicht von der Haftung ausgenommen werden können, beschränkt sich nach unserer Wahl und soweit gesetzlich zulässig darauf, Ihnen diese Informationen oder Teile davon erneut bereitzustellen oder die Kosten für die erneute Bereitstellung dieser Informationen oder von Teilen davon an Sie zu tragen. Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in Ländern verteilt werden, in denen eine solche Verteilung gesetzlich eingeschränkt ist. Empfänger dieses Dokuments sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Insbesondere darf dieses Dokument nicht an US-Personen verteilt oder ausgehändigt werden und es darf nicht in den USA verbreitet werden.

Diese Nachricht stellt keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung jedweder Art dar. In Hongkong wird dieses Werbematerial von Vontobel (Hong Kong) Limited und Vontobel Limited herausgegeben, die von der Securities and Futures Commission zugelassen sind. Diese Werbung wurde nicht von der Securities and Futures Commission geprüft.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

