

100
years

Empowering
Investors

Vontobel

Investors' Outlook

Klare Herbstluft

September 2024

2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Die konjunkturellen Schatten werden länger

6 Markt-Highlights

Der Winter kommt

8 Viewpoint

Der Tiger als der neue Drache?

12 Anlageklassen im Fokus

16 Prognosen

19 Referenzen

Glossar und Quellen

Impressum

Herausgeber

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Redaktion

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

Autoren*

Stefan Eppenberger,
Chief Investment Strategist,
Vontobel
Michaela Huber,
Senior 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 Oktober 2024)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

4. September 2024

Bemerkungen

* Siehe «Analystenbestätigung» unter
«Rechtliche Hinweise» auf Seite 19

Klare Herbstluft



—
Dan Scott
 Head of Vontobel Multi Asset,
 Vontobel

Geschätzte Leserschaft

Der Sommer neigt sich dem Ende zu und wir kehren mit dieser Publikation aus dem Urlaub zurück. Zeit für unser Team, die Herbststimmung zu analysieren, die für eine neue Marktdynamik sorgt.

Anfang des vergangenen Monats sahen sich die Anleger mit einer Reihe von marktbewegenden Ereignissen konfrontiert: schwache US-Arbeitsmarktdaten, eine überraschende Zinserhöhung durch die Bank of Japan, enttäuschende Gewinne bei einigen der Schwergewichte aus dem Technologiesektor, die dem Aktienmarkt lange Zeit Auftrieb gegeben hatten, und zunehmende Spannungen im Nahen Osten. Diese Entwicklungen schürten erneut Rezessionsängste und lösten eine Verkaufswelle aus. Letztere brachte die ernüchternde Erkenntnis, dass einige Anleger vielleicht zu optimistisch waren mit ihrer Hoffnung, die US-Wirtschaft könne ohne Abschwung davonkommen.

Wir erachten den Knick am Markt jedoch als gesunde Konsolidierung auf hohem Niveau und haben die Gelegenheit genutzt, unsere Portfolios strategisch mit Aktien aufzustocken. Wir sehen für Aktien aus den USA und Europa ein attraktives Aufwärtspotenzial. Und seither haben sich die Märkte auch wieder erholt. Der Monat August ist gewöhnlich durch geringe Handelsvolumina, einen begrenzten Nachrichtenfluss sowie dadurch gekennzeichnet, dass sich viele Anleger im Urlaub befinden. Daher ist es durchaus möglich, dass die heftigen Schwankungen durch diese sommerliche Illiquidität verstärkt wurden.

Wir haben einen stetigen Fokus mit einer moderaten Risikoposition beibehalten. Besonders zufrieden sind wir mit unseren übergewichteten¹ Positionen in Gold und Staatsanleihen. Trotz der sich verschlechternden Wirtschaftsaussichten sind wir nicht der Ansicht, dass wir bereits an einem Wendepunkt angelangt sind. Wir bleiben jedoch wachsam und sind uns der plötzlichen Sturmböen

bewusst, die von der Geopolitik, von makroökonomischen Umwälzungen oder von der Besorgnis über die Staatsdefizite ausgehen und potenzielle Fallstricke darstellen könnten. Positiv zu vermerken ist, dass die Inflationsrate in den USA im Juli zum vierten Mal in Folge gesunken ist, was die Erwartung bestärkt, dass die US-Notenbank Fed noch in diesem Monat eine lang erwartete Zinssenkung vornehmen wird. Der Fed-Vorsitzende Jerome Powell signalisierte in seiner wichtigen Rede² an der Jahrestagung der US-Notenbank in Jackson Hole, Wyoming, dass die ersehnte Zinssenkung in der Tat vor der Tür steht. Powell sagte, dass die Zeit für eine Anpassung der Geldpolitik gekommen sei, da die Inflation auf dem Weg in Richtung des 2%-Ziels sei und es eine «unverkennbare» Verlangsamung auf dem Arbeitsmarkt gebe. Er äusserte sich nicht näher dazu, wie umfangreich die Zinssenkung sein würde oder welche weiteren Zinsschritte bis zum Ende des Jahres geplant sind. Powell machte aber deutlich, dass die Fed «eine weitere Abkühlung des Arbeitsmarktes weder anstrebt noch begrüsst». Dies legt die Vermutung nahe, dass die politischen Entscheidungsträger bereit sind, die Zinssätze schneller zu senken.

In diesem Investors' Outlook werfen wir einen Blick auf den US-Arbeitsmarkt, analysieren die verschiedenen Facetten der indischen Wirtschaft, um zu beurteilen, ob sie eines Tages mit der Stärke Chinas mithalten kann, und untersuchen die Muster an den Devisenmärkten.

Während der Wind sich dreht, bleiben wir inmitten nervöser Märkte, die durch Rezessionsängste und erwartete geldpolitische Veränderungen getrieben werden, fest verwurzelt. Wir möchten Ihnen helfen, die Erntechancen zu nutzen, die diese Jahreszeit mit sich bringt.

→ Webcast

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

¹ Siehe «Glossar und Quellen» auf Seite 17



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Die konjunkturellen Schatten werden länger

Das globale gesamtwirtschaftliche Umfeld hat sich in den letzten Monaten zunehmend besorgniserregend entwickelt. Die Wirtschaftsaussichten in der Eurozone bleiben trübe,³ während sich die Daten aus China verschlechtern haben.⁴ Gleichzeitig deutet nur wenig darauf hin, dass die chinesische Zentralbank bereit ist, bedeutende Stimulierungsmassnahmen zu ergreifen. Dennoch gehen wir davon aus, dass die Politik letztlich eingreifen muss, um das offizielle Wachstumsziel von 5% für dieses Jahr noch zu erreichen. Im Fokus stand jedoch die grösste Volkswirtschaft der Welt.

Es gab viel zu analysieren. Der vielbeachtete US-Arbeitsmarkt erwies sich als weniger robust als erwartet.⁵ Das liess Befürchtungen aufkommen, die US-Notenbank Fed könnte den Zeitpunkt für eine rechtzeitige Zinssenkung verpasst haben und nun Schwierigkeiten haben, eine Rezession zu verhindern.⁶ Wir hatten bereits darauf hingewiesen, dass der US-Arbeitsmarkt im historischen Vergleich zwar robust blieb, aber erste Anzeichen einer Abschwächung zeigte. Da die höheren Zinsen Unternehmen und Verbraucher zunehmend belasten, sind in der

gesamten Wirtschaft erste Hinweise auf eine Schwäche zu beobachten. Die Frühindikatoren im Dienstleistungssektor haben sich deutlich eingetrübt⁷ und die Zahlungsausfälle bei Kreditkarten und Autokrediten sind spürbar gestiegen.⁸

Natürlich gibt es auch positive Entwicklungen. Der Druck auf die Löhne hat nachgelassen, da weniger Arbeitnehmende ihren aktuellen Arbeitsplatz wechseln. Auch die Inflation ist rückläufig: Im Juli sank der Anstieg der Verbraucherpreise auf 2,9% im Jahresvergleich und damit auf den niedrigsten Stand seit mehr als drei Jahren.⁹ Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass die Fed die Zinsen bis zum Jahresende drei- bis viermal senken muss.

Wir haben keine weiteren Anpassungen in unserem Portfolio vorgenommen, nachdem wir unsere Allokation bereits Anfang August angepasst hatten. Weitere Details zu unserer Asset Allocation finden Sie auf Seite 5, eine detaillierte Analyse des US-Arbeitsmarktes auf Seite 6.

	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität		→				Wir bleiben in Liquidität untergewichtet. Wir gehen davon aus, dass andere Anlageklassen in den nächsten neun bis zwölf Monaten höhere Renditen erzielen werden.
2 Anleihen		→				In Anleihen bleiben wir untergewichtet. Der schlechtere Ausblick für das Wirtschaftswachstum und die langsame Normalisierung der US-Inflation haben die Erwartungen an einen Zinssenkungszyklus der Fed erhöht. In der Folge sind die Anleihenrenditen deutlich gesunken, und der Markt preist für die nächsten zwölf Monate mehrere Zinssenkungen in den USA ein. Solange es nicht zu einer Rezession oder einem weiteren Rückgang der Inflation kommt, haben die Renditen wenig Spielraum nach unten, was andere Anlageklassen in einem Multi-Asset-Kontext attraktiver macht. Innerhalb des Anleihenbereichs bleiben wir in Staats- und Schwellenländeranleihen in Hartwährung übergewichtet. Staatsanleihen bieten eine solide Absicherung für den Fall, dass unser Rezessionsszenario eintritt, während Schwellenländeranleihen von einem schwächeren US-Dollar profitieren dürften – unser Basisszenario, falls die Fed eine weniger restriktive Haltung einnimmt. Wir beurteilen Investment-Grade-Anleihen aufgrund ihres geringen Renditeaufschlags gegenüber Staatsanleihen und Hochzinsanleihen infolge des zunehmend schwierigen wirtschaftlichen Umfelds negativ.
3 Aktien				→		Wir haben den jüngsten Ausverkauf an den Aktienmärkten genutzt und im Zuge der Kursrückgänge zugekauft. In Aktien bleiben wir leicht übergewichtet. Kurzfristig müssen wir uns auf ein möglicherweise volatiles Umfeld einstellen, da sich die Konjunkturaussichten abschwächen. Eine Zinssenkung der Fed würde indes Aktien zugutekommen. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass sich Aktien aus den USA und der Eurozone, in denen wir jeweils übergewichtet sind, in den nächsten zwölf Monaten besser entwickeln werden als ihre Pendants aus Japan, der Schweiz und den Schwellenländern.
4 Gold				→		Wir sind in Gold übergewichtet. Gold erreichte Ende August ein Rekordhoch. Wirtschaftliche und geopolitische Unsicherheiten spielten eine Rolle, aber der wichtigste Impuls kam von der Hoffnung auf Zinssenkungen in den USA. Interessanterweise scheinen die Faktoren, welche die Goldnachfrage zuletzt beeinflusst haben, wie die Nachfrage von Zentralbanken und Schwellenländern, weniger wichtig zu werden. Der Goldpreis wird nun von traditionelleren Faktoren wie den US-Realzinsen und dem US-Dollar angetrieben. Gold dient auch als Absicherung gegen eine Rezession und geopolitische Risiken.
5 Rohstoffe			→			Nach einem schwierigen Sommer bleiben wir für Rohstoffe neutral. Am Ölmarkt standen sich die Auswirkungen der Geopolitik und der sinkenden Nachfrage gegenüber, die Industriemetalle litten unter dem Wechselspiel aus übermäßigem Angebot und zu geringer Nachfrage, und Agrarrohstoffe ächzten unter dem Überangebot. Unser vorsichtiger Konjunkturausblick spricht zwar gegen diese zyklische Anlageklasse, doch könnten die von uns erwarteten Zinssenkungen in den USA und das daraus resultierende erneute Anziehen der Konjunktur sowie ein schwächerer US-Dollar eine gewisse Unterstützung bieten. Darüber hinaus behalten wir die Möglichkeit weiterer Konjunkturanreize in China gegen Ende des Jahres sowie die geopolitischen Entwicklungen im Auge.
6 Alternative Strategien			→			Wir bleiben für alternative Fonds (mit einer Präferenz für versicherungsgebundene Wertpapiere) und Immobilien neutral.

Der Winter kommt

Der US-Arbeitsmarkt und der diesjährige Sommer haben eines gemeinsam: Beide waren lange Zeit «heiss». Während andere Bereiche der US-Wirtschaft angesichts der restriktiven Geldpolitik schwächelten, zeigte sich der Arbeitsmarkt unbeeindruckt und blieb angespannt. Doch auch der schönste Sommer geht einmal zu Ende.



Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Verschiedene Umfragen hatten bereits auf kühlere Temperaturen hingedeutet. Gemäss dem Conference Board sind die US-Konsumenten zunehmend pessimistisch, was den Arbeitsmarkt betrifft¹⁰ (Grafik 1). Zudem geht die Nachfrage nach Zeitarbeitskräften seit längerem zurück,¹¹ was in der Regel als Vorbote für Entlassungen von festangestellten Mitarbeitern gesehen wird.

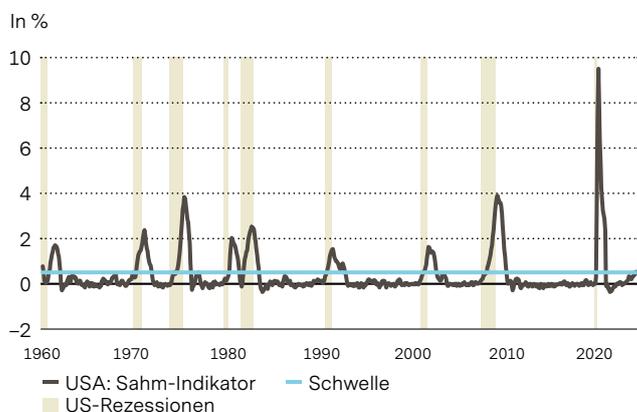
Der eigentliche Temperatursturz erfolgte jedoch mit der Veröffentlichung des monatlichen Arbeitsmarktberichts für Juli. Gemäss dem Bureau of Labor Statistics wurden 114000 neue Stellen geschaffen und damit deutlich weniger als die erwarteten 175000.¹² Zudem wurden die Juni- und Mai-Daten nach unten korrigiert. Gleichzeitig stieg die Arbeitslosenquote von 4,1% auf 4,3%. Auch die Kernarbeitslosenquote, die sich auf jene Menschen konzentriert, die nicht nur «temporär» arbeitslos sind, stieg leicht an (von 1,40% auf 1,44%).

Die grosse Frage ist nun: Wann kommt der Winter (alias die US-Rezession)? Von offizieller Seite steht das Urteil noch aus. Das National Bureau of Economic Research (NBER) entscheidet anhand einer Vielzahl von Kriterien darüber, ob sich die US-Wirtschaft in einer Rezession befindet oder nicht – und lässt sich meist viel Zeit dafür. Im Schnitt dauert es zwischen vier und 21 Monaten, bis das NBER den Beginn einer Rezession bekannt gibt.

Grafik 1: Konsumenten sind pessimistischer in Bezug auf den Arbeitsmarkt



Grafik 2: Der Sahm-Indikator wurde ausgelöst



Glaubt man dem nach der Ökonomin Claudia Sahm benannten «Sahm-Indikator», ist die Rezession bereits auf dem Weg (Grafik 2). Der Sahm-Indikator wird ausgelöst, wenn der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der US-Arbeitslosenquote um 50 Basispunkte (Bp.)¹³ gegenüber dem Zwölfmonatstief ansteigt. Er wurde entwickelt, um Währungshüter auf die Anfangsphase einer Rezession hinzuweisen, in der es zu handeln (das heisst, die Zinsen zu senken) gilt. Da der Indikator für alle Rezessionen seit den 1970er-Jahren akkurat ist,¹⁴ war er nach Veröffentlichung des Juli-Arbeitsmarktberichts in aller Munde.

Während die schwachen Arbeitsmarktdaten Anfang August zu einem temporären Ausverkauf an den Aktienmärkten führten, scheinen die Marktteilnehmer im Grossen und Ganzen immer noch zuversichtlich, dass der US-Notenbank Fed die vielzitierte «weiche Landung» der Wirtschaft gelingen wird (d.h. eine Rückkehr der Inflation auf das 2%-Ziel der Fed, ohne dass es zu einer Rezession kommt). Dies wird beispielsweise an der «Global Fund Manager Survey» der Bank of America deutlich. Im Juli erwartete die Mehrheit der Befragten (68%) eine «weiche Landung». Im August stieg dieser Anteil sogar auf 76%, da nach den schwachen Arbeitsmarktdaten die Hoffnung auf Zinssenkungen zunahm.

Auch Claudia Sahm selbst scheint (noch) keine Rezession zu sehen. Erst im August betonte Sahm, dass sich die US-Wirtschaft insgesamt noch in einer starken Position befinde.¹⁵ Der Sahm-Indikator sei möglicherweise nicht mehr so aussagekräftig wie in der Vergangenheit. Der Anstieg der Arbeitslosigkeit sei nicht nur auf Arbeitsplatzverluste zurückzuführen, sondern auch darauf, dass mehr Menschen in den Arbeitsmarkt eintreten (z.B. durch Einwanderung). All dies könne sich in Veränderungen der Arbeitslosenquote niederschlagen, die im Mittelpunkt der Sahm-Regel steht.

Wir sind weiterhin der Meinung, dass viele Marktteilnehmer zu optimistisch in Bezug auf das Wirtschaftswachstum sind. Unabhängig davon, ob und wann die Rezession offiziell ausgerufen wird, erhöhen die jüngsten Daten den Druck auf die Fed, die Zinsen zu senken.

Zu guter Letzt wurde auch auf dem alljährlichen «Jackson Hole Economic Symposium» deutlich, dass die Fed-Mitglieder zu frösteln beginnen. Laut Fed-Vorsitzendem Jerome Powell ist die Verlangsamung des Arbeitsmarktes «unverkennbar», und eine weitere Abschwächung wird weder angestrebt noch begrüsst. Daher sei die Zeit für Zinssenkungen gekommen.





Der Tiger als der neue Drache?

Es ist wie eine Geschichte von alten und neuen Wirtschaftswundern: Chinas Wirtschaft ist weiterhin der grösste Wachstumsmotor der Weltwirtschaft, stockt aber seit einiger Zeit. Im Gegensatz dazu scheint das benachbarte Indien wie eine gut geölte Maschine zu laufen. Der internationale Währungsfonds (IWF) hat kürzlich seine Prognose für das Bruttoinlandprodukt (BIP) Indiens für die Jahre 2024 bis 2025 von 6,8% auf 7% angehoben.¹⁶ Das wirft die Frage auf: Könnte Indien (der «Tiger») schliesslich als «China 2.0» auftreten und zum neuen «Drachen» werden?



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel

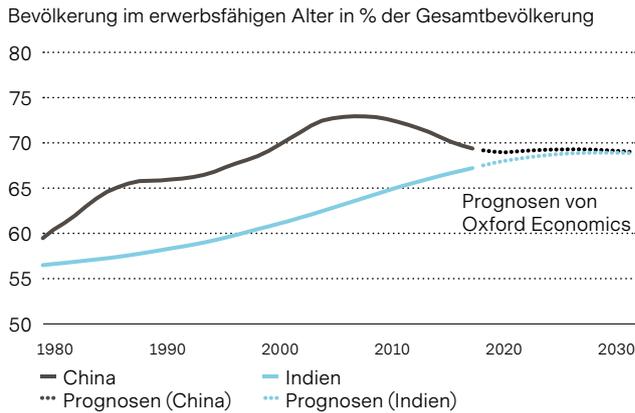
Das chinesische BIP, das grösste der Welt gemessen an der Kaufkraftparität,¹⁷ wird angetrieben von der Industrieproduktion und den Exporten des verarbeitenden Gewerbes. Allerdings stottert der Motor seit einiger Zeit. Die heimische Immobilienkrise belastet die Wirtschaft, die Hauspreise sind im Sinkflug. Das Verbrauchervertrauen ist verhalten, die Konsumenten halten das Geld zusammen. Auch geopolitisch weht ein rauer Wind. Die Beziehungen zur grössten Volkswirtschaft der Welt, den USA, sind seit Ausbruch des amerikanisch-chinesischen Handelskrieges (Anfang 2018) angespannt. Das Verhältnis zu Europa hat sich spätestens mit der Ankündigung von Strafzöllen auf chinesische Elektrofahrzeuge (Juni 2024) abgekühlt. In Indien hingegen stieg das BIP im Fiskaljahr, das im März 2024 endete, um ganze 8,2%. Damit übertraf es nicht nur die Prognosen der Regierung (7,6%), sondern festigte auch Indiens Status als am schnellsten wachsende grosse Volkswirtschaft der Welt. Dem war bereits eine Dekade starken Wachstums vorausgegangen. Bei Narendra Modis Amtsantritt (2014) betrug das indische BIP pro Kopf 1560 US-Dollar – 2023 waren es 2239 US-Dollar.

Was für ein «China 2.0» spricht

Vieles spricht für die «indische Wachstumsstory». Erstens ist Indien demografisch sehr gut aufgestellt. Mit 1,44 Milliarden Menschen hat Indien China 2023 als bevölkerungsreichsten Staat der Welt abgelöst.¹⁸ Indiens Fertilitätsrate ist mit etwas mehr als zwei Geburten pro Frau zwar nicht mehr so hoch wie noch vor ein paar Jahren, aber immer noch deutlich höher als in China (1,17 Geburten pro Frau).¹⁹ Nach Prognosen von Oxford Economics wird die indische Erwerbsbevölkerung in den kommenden Jahren weiterwachsen, während die chinesische eher schrumpfen wird (Grafik 1).

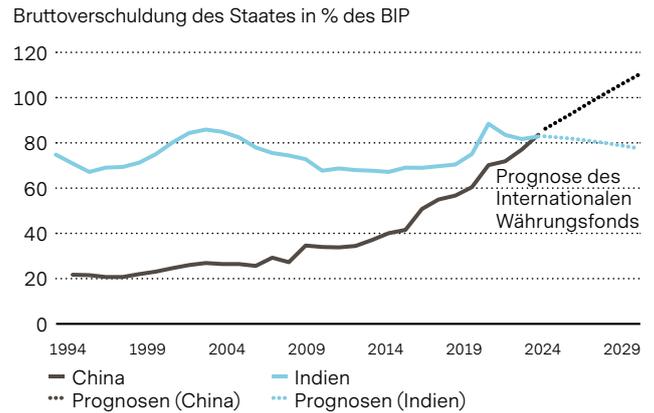
Zweitens hat Indien noch erhebliches Urbanisierungspotenzial. Chinas Landbevölkerung erreichte 1991 ihren Höhepunkt und nahm seitdem kontinuierlich ab, da es immer mehr Menschen in die Grossstädte zog. Indiens Urbanisierung hat noch gar nicht richtig angefangen – die Landbevölkerung Indiens ist immer noch um ein Vielfaches grösser als die Stadtbevölkerung.

Grafik 1: Wachsende Erwerbsbevölkerung, wachsende Wirtschaft?



Quelle: LSEG, Oxford Economics, Vontobel; Daten per 23. August 2024.

Grafik 2: Indien hat begrenzten Spielraum für Stimuli



Quelle: LSEG, Internationaler Währungsfonds, Vontobel; Daten per 23. August 2024.

Auch im Hinblick auf die seit einigen Jahren zu beobachtende zunehmende (geo)politische Fragmentierung scheint Indien gut aufgestellt. Ein Beispiel ist der Handelskrieg zwischen den USA und China. Während die USA chinesische Importe reduzierten und China mit einer Reihe von Strafzöllen belegte, stiegen die indischen Importe (auch wenn sie immer noch deutlich unter denen Chinas liegen). Ein weiteres Beispiel ist der Krieg zwischen Russland und der Ukraine. Als die westlichen Staaten nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine Sanktionen gegen Russland verhängten, zog Indien – das Russland als «strategischen Partner»²⁰ betrachtet – nicht mit. Stattdessen begann es, in grossem Umfang (günstiges, weil sanktioniertes) russisches Öl zu importieren.

Warum man nicht Äpfel mit Birnen vergleichen sollte

In unseren Augen kann man das «chinesische Wirtschaftswunder» nicht eins zu eins mit dem indischen vergleichen. Zum einen war Chinas Aufstieg zur Wirtschaftsmacht vor allem auf den starken Fertigungssektor und massive Infrastrukturinvestitionen zurückzuführen. In Indien ist der Dienstleistungssektor (einschliesslich des IT-Sektors) für mehr als 50% des BIP verantwortlich, der Rest entfällt auf die verarbeitende Industrie und die Landwirtschaft. Obwohl die Beschäftigung im Dienstleistungssektor in den letzten Jahren zugenommen hat (auf 26%), ist die

Mehrheit der Arbeitskräfte nach wie vor in der Landwirtschaft beschäftigt (42%, Weltbank per 2022). Letztere ist nicht unbedingt effizient. So ist Indien zwar der zweitgrösste Reis-, Weizen- und Baumwollproduzent der Welt, aber die Ernteerträge (die Menge einer Kulturpflanze, die pro Flächeneinheit produziert wird) liegen deutlich unter denen der anderen grossen Erzeugerländer. Trotz der Bemühungen, das verarbeitende Gewerbe anzukurbeln (u.a. startete die Regierung 2014 die «Make in India»-Initiative),²¹ liegt die Wachstumsrate des verarbeitenden Gewerbes seit 2014 mit durchschnittlich 5,9% unter dem Zielwert von 12–14%. Der Anteil des verarbeitenden Gewerbes am BIP stagniert ebenfalls.

Auch sonst gilt es noch einige Herausforderungen zu meistern. Indien hat zwar erhebliche Fortschritte im Bildungsbereich gemacht, liegt aber beispielsweise in Bezug auf die Alphabetisierungsrate – der Prozentsatz der Personen ab 15 Jahren, die sowohl lesen als auch schreiben können und eine kurze, einfache Aussage über ihr tägliches Leben verstehen – immer noch hinter China zurück. Nach Angaben der Weltbank liegt die Alphabetisierungsrate in Indien bei rund 76% (per 2022), in China bei fast 100% (per 2020)²². Hinzu kommt die sehr tiefe Erwerbsquote indischer Frauen. Die Erwerbsquote ist der Anteil der Bevölkerung im Alter von 15 Jahren und älter,



der «wirtschaftlich aktiv» ist. Nach Angaben der Weltbank liegt die Erwerbsquote indischer Frauen seit Jahrzehnten bei plus/minus 30% – während die Erwerbsquote chinesischer Frauen in den 90ern bei über 70% und 2023 immer noch bei über 60% lag.²³ Indien hat also noch viel ungenutztes wirtschaftliches Potenzial.

Der Arbeitsmarkt ist ein Thema für sich. Starkes Bevölkerungswachstum ist aus ökonomischer Sicht begrüßenswert, kann aber schnell zu einem zweiseitigen Schwert werden, wenn es nicht genügend Arbeitsplätze gibt. Gemäss indischen Regierungsdaten waren 2022–23 fast 16% der städtischen Jugendlichen im Alter von 15 bis 29 Jahren arbeitslos.²⁴ Private Schätzungen fallen noch höher aus. Der Think Tank «Centre for Monitoring Indian Economy» schätzt Indiens Jugendarbeitslosenquote auf über 45%.²⁵

Wir glauben, dass für das weitere Wachstum Indiens Investitionen getätigt werden müssen. Chinas Investitionen lagen Anfang der 1990er-Jahre bei über 40% des BIP.²⁶ 2010 erreichten die Investitionen mit knapp 47% einen Höhepunkt, 2023 lagen sie immer noch bei 42%. Indiens Investitionen lagen 2023 bei 33% des BIP und werden sich laut IWF in den kommenden Jahren eher abschwächen. Ähnlich sieht es bei den Ausgaben für

Forschung und Entwicklung (R&D) aus. Gemäss Weltbank betragen Indiens R&D-Ausgaben im Jahr 2020 nur rund 0,6% des BIP (zum Vergleich: China: 2,4%, USA: 3,5%).

Gleichzeitig scheint der Spielraum für fiskal- oder geldpolitische Stimuli begrenzt zu sein. Indiens Staatsverschuldung, gemessen in Prozent des BIP, betrug im Jahr 2023 fast 83% und war damit in etwa so hoch wie die Chinas (Grafik 2). Darüber hinaus ist die Reserve Bank of India angehalten, die Gesamtinflation bei 4% zu halten, mit einem Toleranzbereich von 2 Prozentpunkten «nach unten» bzw. «nach oben». Indiens Inflation liegt seit geraumer Zeit eher am oberen Ende der Spanne, weshalb der indische Repo-Zins²⁷ seit Anfang 2023 bei 6,5% verharrt.

12 Viewpoint

Indiens Bedeutung für Multi-Asset-Anleger

Das Verständnis des umfassenderen wirtschaftlichen Kontexts ist nur ein Teil der Gleichung. Doch wie relevant ist Indien aus der Perspektive eines Anlegers? Wir haben einige der wichtigsten Faktoren zusammengestellt, die für die verschiedenen Anlageklassen in Indien zu berücksichtigen sind:

Aktien

Indien ist seit den 1990er-Jahren in den wichtigen Aktien-Indizes vertreten. Aktuell macht das Land rund 2% des MSCI All Country World Index (Index-Inklusion 1994) und rund 19% des MSCI Emerging Markets Index (Index-Inklusion 1998) aus. Damit macht es im Schwellenländer-index mehr aus als z.B. Südkorea (12%), in etwa so viel wie Taiwan (19%), aber weniger als China (25%).*

Was sonst noch zu beachten ist:

1. Der indische Aktienmarkt ist recht hoch bewertet – und im Hinblick auf das erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) sogar teurer als der US-Aktienmarkt (Grafik 3).
2. Die Aktien-Hausse ging mit einem Boom am Aktien-derivate-Markt einher. Der Umsatz mit Futures und Optionen in Indien erreichte im Februar einen Rekordwert von 6 Billionen US-Dollar – vor fünf Jahren betrug er weniger als 150 Milliarden.²⁸ Ende Juli 2024 erhöhten die indischen Aufsichtsbehörden daher den Steuersatz für Aktien, die weniger als ein Jahr gehalten werden, von 15% auf 20% und für Aktien, die länger als ein Jahr gehalten werden, von 10% auf 12,5%. Auch die Steuer auf den Handel mit Aktienderivaten wurde nahezu verdoppelt, indem die Wertpapierumsatzsteuer auf Futures ab Oktober von 0,0125% auf 0,02% und auf Optionen von 0,0625% auf 0,1% angehoben wurde.

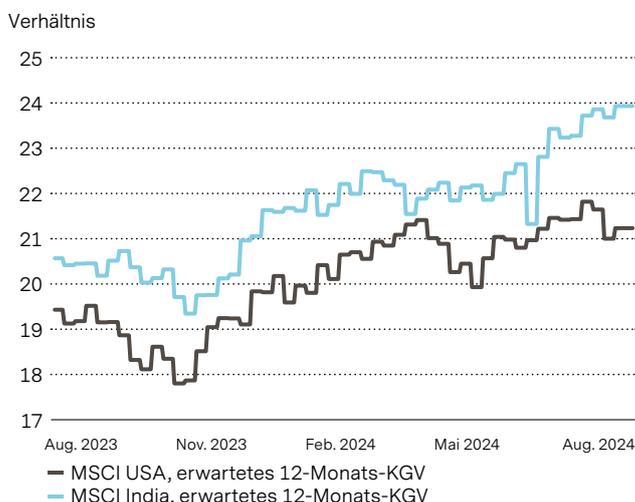
Anleihen

Wer Indien in Indizes wie dem Bloomberg Global Aggregate sucht, stellt fest, dass es dort gar nicht erst vertreten ist.

Zu beachten:

1. Indiens Anleihenmarkt ist streng reguliert und hat eine der tiefsten ausländischen Besitzquoten unter den Schwellenländern. In Zukunft dürfte sich aber das ein oder andere ändern. Letztes Jahr kündigte z.B. der Indexanbieter JP Morgan an, dass Indien ab dem 28. Juni 2024 in seine globale GBI-EM-Indexreihe aufgenommen werden soll.²⁹
2. Die Aufnahme soll über einen Zeitraum von 10 Monaten (+1% jeden Monat) erfolgen. Indische Anleihen könnten somit bis März 2025 die höchstmögliche Gewichtung (10%) in JP Morgans Schwellenländer-Index haben und damit gleichgewichtet sein wie chinesische, indonesische und mexikanische Anleihen (Grafik 4).
3. Inwieweit Indien seinen Anleihenmarkt tatsächlich öffnen wird, bleibt jedoch abzuwarten. So hat die Zentralbank im Juli 2024 überraschend und ohne Angabe von Gründen beschlossen, dass ausländische Investoren ab sofort keine neu emittierten Staatsanleihen mit Laufzeiten von 14 und 30 Jahren mehr kaufen dürfen.³⁰

Grafik 3: Indiens Aktienmarkt ist nicht gerade günstig



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 23. August 2024.

*Hinweis: Die Indexgewichtungen können sich ändern.

Rohstoffe

Kann Indien einen erneuten «Rohstoff-Superzyklus»³¹ auslösen?

Zu beachten:

1. Der letzte grosse Superzyklus war in den 2000ern zu beobachten und wurde grösstenteils durch die steigende Nachfrage aus den Schwellenländern, insbesondere China, verursacht.
2. Indien hat das Potenzial, die globalen Rohstoffmärkte erheblich zu beeinflussen. Mit der grossen Bevölkerung, wachsenden Wirtschaft, fortschreitenden Industrialisierung und Verstärkung des Landes dürfte auch die Nachfrage nach Rohstoffen wie Öl, Metallen und landwirtschaftlichen Produkten steigen.
3. Ob dies jedoch einen neuen Rohstoff-Superzyklus auslösen könnte, ist ungewiss und hängt von einer Vielzahl von Faktoren ab. Dazu gehören unter anderem das Tempo und der Umfang des indischen Wirtschaftswachstums, die globalen wirtschaftlichen Bedingungen und die Angebotsreaktion der Rohstoffproduzenten.

Gold

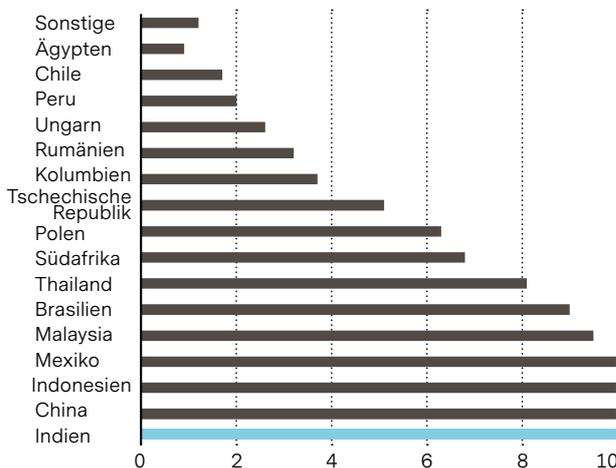
Der «Tiger» könnte auch auf den Goldmärkten Akzente setzen.

Zu beachten:

1. Gold hat in der indischen Kultur eine besondere Bedeutung. In der Hindu- und Jain-Kultur gilt das Edelmetall als Glücksbringer. Viele wichtige Feste (z.B. Diwali) werden mit Gold gefeiert. Gold ist auch ein beliebtes Hochzeitsgeschenk – laut World Gold Council³² machen Hochzeiten rund 50% der jährlichen indischen Goldnachfrage aus. Ein höheres indisches Haushaltseinkommen könnte also zu einer höheren Goldnachfrage führen.
2. Seit westliche Länder nach der russischen Invasion in der Ukraine die Devisenreserven der russischen Zentralbank eingefroren haben, hat die indische Zentralbank begonnen, ihre Reserven stärker zu diversifizieren und vermehrt Gold zu kaufen (Grafik 5).
3. Allerdings spielen auch hier noch eine Vielzahl anderer Faktoren mit hinein, die die Goldnachfrage und letztlich auch den Goldpreis beeinflussen (z.B. US-Geldpolitik, US-Dollar-Entwicklungen etc.).

Grafik 4: Indische Anleihen könnten höchstmögliche Gewichtung in JP Morgans führendem EM-Index haben*

Geschätzte Gewichtung im GMB-EM Global Diversified Index (%)



* Bis März 2025.

Quelle: Bloomberg, JP Morgan, Vontobel; Daten per Juni 2024.

Grafik 5: Indiens Zentralbank hat ihre Lektion gelernt

In Mio. USD



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 23. August 2024.

Sind die US-Leitzinsen möglicherweise zu hoch?



— Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Die sogenannte Taylor-Regel³³ bietet eine Art Handlungsanleitung zur Festlegung von Leitzinsen durch Zentralbanken und kann sie dabei unterstützen, ihre Ziele zur Kontrolle der Inflation mit der Förderung des Wirtschaftswachstums in Einklang zu bringen. Gemäss der Taylor-Regel ist der Zinssatz der US-Notenbank Fed angesichts der zunehmenden Arbeitslosigkeit und der nachlassenden Inflation derzeit um 1,7 Prozentpunkte zu hoch. Die Märkte sind volatil und die Erwartungen mit Blick auf Fed-Zinssenkungen steigen, sodass wir in Anbetracht der Lockerung der Geldpolitik unsere Präferenz für Staatsanleihen beibehalten.

Nach der klassischen Taylor-Regel liegt der aktuelle Fed-Leitzins etwa 1,7 Prozentpunkte über dem angemessenen Niveau, was etwa sieben Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte (Bp.) entspricht. Diese Einschätzung folgt auf einen Anstieg der Arbeitslosenquote auf 4,3% im Juli und eine Abschwächung der Inflation, denn der Personal Consumption Expenditures Price Index ohne Lebensmittel und Energie stieg im Juni lediglich um 2,6% zum Vorjahr.³⁴ Berücksichtigt man den von Fed-Vertretern geschätzten «neutralen Realzinssatz» von 0,7% sowie eine langfristige Arbeitslosenquote von 4,4%, so zeigt die

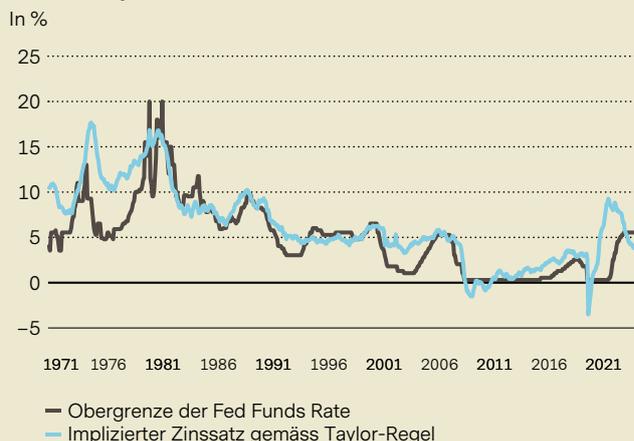
Taylor-Regel einen angemessenen Zinssatz von etwa 3,7% an (Grafik 1).

Die vom Markt implizierten Zinserwartungen signalisieren derzeit eine grosse Zuversicht, dass die Geldpolitik im Verlauf des nächsten Jahres deutlich gelockert wird, denn sie prognostizieren einen Rückgang des Tagesgeldsatzes um mindestens 2 Prozentpunkte. Am Fed-Funds-Futures-Markt ist eingepreist, dass sich die Zinsen mit dem Abschluss des Lockerungszyklus oberhalb von 3% stabilisieren werden. Dies weicht deutlich von dem Muster ab, das seit dem Rücktritt von Paul Volcker als Fed-Vorsitzender im Jahr 1987 vorherrschte: Seitdem ist die Fed Funds Rate in jedem Lockerungszyklus unter die Marke von 3% gefallen. Wengleich allgemein baldige Fed-Zinssenkungen erwartet werden, sehen die Marktteilnehmer die aussergewöhnlich niedrigen Zinsen der letzten drei Jahrzehnte zunehmend als Anomalie an. Der Konsens geht folglich von einer künftig restriktiveren Geldpolitik aus.

Fed-Trägheit und globale Unruhen treiben Renditeaufschläge in die Höhe

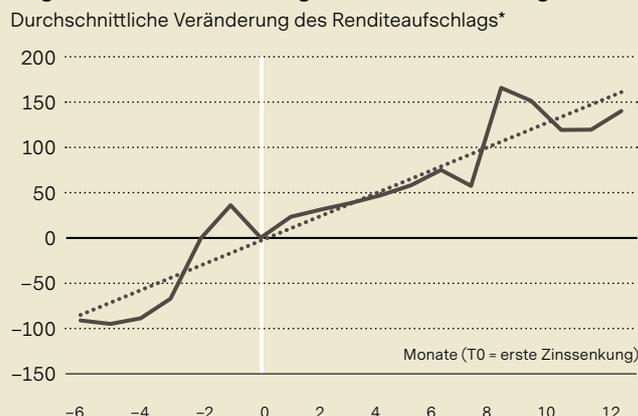
Im August führten unterschiedliche Faktoren zu Marktturbulenzen. Dies löste zu Beginn des Monats eine Ausweitung der Renditeaufschläge aus und bekräftigte unsere vorsichtige Haltung sowohl gegenüber Investment-Grade- als auch gegenüber Hochzins-Unternehmensanleihen (Grafik 2). Während an den Märkten (fast) alle positiven Szenarios eingepreist waren, hat die aktuelle Volatilität die Renditeaufschläge in die Höhe getrieben. Dabei erreichte die Volatilität zwar das Niveau vom Ende des Vorjahrs, aber keinen Stand, der Panikverkäufe aufgrund neuer Rezessionsängste anzeigen würde.

Grafik 1: Gemäss Taylor-Regel ist der US-Leitzins um fast 170 Bp. zu hoch



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 31. Juli 2024.

Grafik 2: Der Beginn eines Zinssenkungszyklus geht in der Regel mit einer Ausweitung der Renditeaufschläge einher



* von US-Hochzinsanleihen in Bp. über die letzten 30 Jahre (T0 = 0)

Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 31. Juli 2024.

Stürmische Zeiten an den Börsen



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

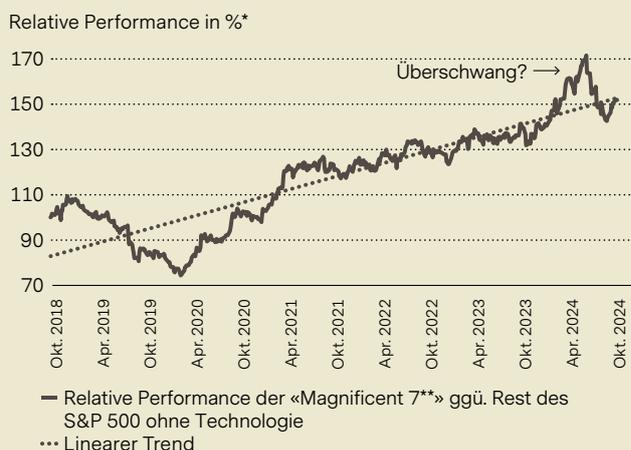
Dieser Sommer war für Anleger turbulent. Während Europa unter stürmischem Wetter litt und Hurrikan Beryl in der Karibik und an der US-Golfküste wütete, gerieten die Aktienmärkte nach ihrem Mitte Juli erreichten Allzeithoch in einen regelrechten Sturm. Dieser führte in einer ohnehin traditionell schwachen Saison zu einem spektakulären weltweiten Ausverkauf. Anfang August näherten sich die Aktien einer Korrekturzone, erholten sich aber rasch wieder. Wie könnten sich die Märkte nun entwickeln?

Im Juli beherrschten die US-Präsidentenwahlen sowie die Eskalation der Konflikte im Nahen Osten und in Osteuropa die Schlagzeilen. Zur Monatsmitte trübte eine schwächer als erwartet ausgefallene Berichtssaison für das zweite Quartal die Stimmung der Anleger. Hohe Erwartungen nach einem starken ersten Halbjahr und überzogene Bewertungen verstärkten die Unsicherheit. Enttäuschende Aussagen grosser US-Technologieunternehmen, wonach die Monetarisierung von KI-Investitionen länger als erwartet dauern würde, sowie anhaltende Kapitalausgaben führten zu einer Verschiebung weg von führenden Technologieunternehmen hin zu Small Caps und Substanzwerten.

Ende Juli nährten enttäuschende US-Arbeitsmarktdaten die Befürchtung, dass die US-Notenbank erneut zu spät mit Zinssenkungen reagieren könnte. Das liess Rezessionsängste wieder aufleben. Zusammen mit der unerwarteten Zinserhöhung der Bank of Japan führte dies zu einer massiven Auflösung gehebelter Yen-Positionen und legte den Grundstein für einen perfekten Sturm. Der darauf folgende weltweite Ausverkauf betraf alle Risikoanlagen, besonders aber Aktien. «Angstindikatoren» wie der Volatilitätsindex (VIX) der Chicago Board Options Exchange erreichten Niveaus, die nur vom Zusammenbruch von Lehman Brothers im Jahr 2008 und dem Ausbruch von Covid-19 im Jahr 2020 übertroffen wurden.

Unserer Ansicht nach waren die Aktienmärkte in diesem Sommer nach der Rekordperformance in der ersten Jahreshälfte, der extrem optimistischen Positionierung, den hohen Bewertungen und den ehrgeizigen Gewinnerwartungen für US-Technologieunternehmen reif für eine kurzfristige Korrektur. Die Marktturbulenzen des letzten Monats haben sich positiv auf die Marktbreite ausgewirkt, wobei der Überschuss von Mitte Juli nun unter Kontrolle ist (siehe Grafik 1). Wir betrachten diese jüngste Korrektur als gesunde Konsolidierung innerhalb eines langfristigen Aufwärtstrends. Historisch gesehen ist eine Korrektur um 10% nicht ungewöhnlich, zumal in der traditionell schwächeren Saison (siehe Grafik 2). Zudem haben die Unternehmen des S&P 500 Index ihre Sperrfrist für Aktienrückkäufe beendet, was den Markt stützen sollte. Da die technischen Bedenken nun ausgeräumt sind, richtet sich der Fokus nun wieder auf die Fundamentaldaten.

Grafik 1: Grosser Überschuss



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 23. August 2024.

Grafik 2: Wahrscheinlichkeit von Aktienmarktrückschlägen in den letzten 100 Jahren



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 23. August 2024.

Von «Cruel Summers» zu anhaltenden «Love Stories»



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Der ein oder andere Leser wird diesen Sommer von seinem Nachwuchs ins Zürcher Letzigrund-Stadion (oder anderswo) geschleppt worden sein: Popstar Taylor Swift gab dort ihre Hits zum Besten. Letztere haben nicht nur Ohrwumpotenzial, sondern bringen auch die Situation an den Rohstoffmärkten auf den Punkt.

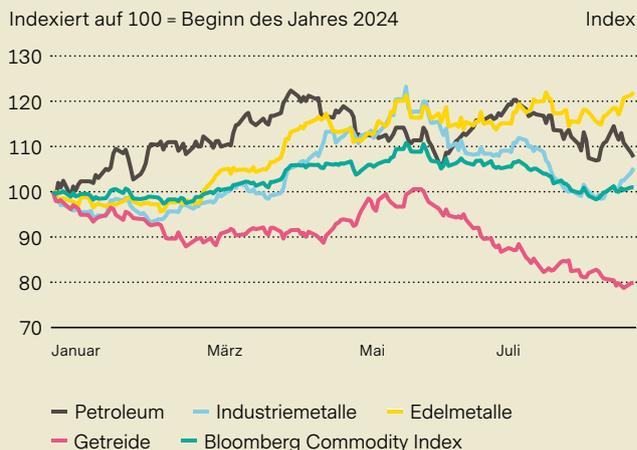
Die bisherige Jahresperformance lässt sich am besten mit «Back to December» zusammenfassen. Nach einer anfänglichen Hausse handelt der Bloomberg Commodity Index mittlerweile wieder auf dem Niveau von Dezember 2023 (Grafik 1).

Gleich für mehrere Rohstoffe war es ein «Cruel Summer». Agrarrohstoffe, die knapp 27% des Index ausmachen, hatten mit rekordhohen Ernten (Überangebot) zu kämpfen. Industriemetalle (knapp 16%) litten unter verhaltener industrieller Nachfrage und der Situation des wichtigen Metallkonsumenten China. Während Öl zunächst Unterstützung durch geopolitische Faktoren und saisonale Nachfrage erhielt, scheinen sich die Nachfrageaussichten nun zu verschlechtern. Der grösste Ölimporteur der Welt, China, importiert weniger Öl, die US-Fahrsaison neigt sich dem Ende zu, die Raffineriegewinnspannen sind

niedrig. Die weitere Entwicklung hängt auch von der künftigen Förderpolitik der Organisation erdölexportierender Länder und ihren Verbündeten (OPEC+) ab. Das Kartell hält aktuell rund 5.7% des globalen Angebots zurück. Ein Teil davon (2.2 Millionen Barrel pro Tag) soll im vierten Quartal graduell zurück an die Märkte gebracht werden.³⁵ Allerdings stellt sich zunehmend die Frage: «Is it (really) over now?» Da die OPEC jüngst ihre Prognose für die weltweite Ölnachfrage gesenkt hat (u.a. aufgrund der Lage in China)³⁶, kann es gut sein, dass sie die Produktion weiter drosseln wird, um die Preise zu stützen.

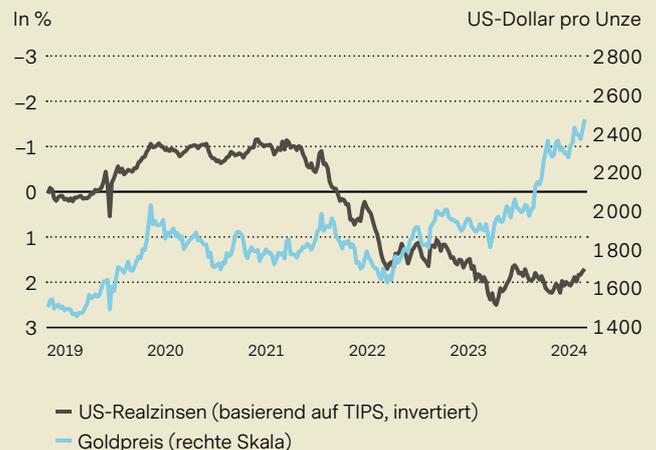
Währenddessen schrieben die Anleger ihre «Love Story» mit Gold (17% des Index) fort. Nach einer bereits beeindruckenden Hausse erreichte das Edelmetall im August ein neues Allzeithoch von über 2,500 US-Dollar pro Unze.³⁷ Interessanterweise scheinen die Faktoren, die die Goldnachfrage in der jüngeren Vergangenheit angetrieben haben (Zentralbank- und Schwellenländernnachfrage) weniger wichtig zu werden. Die Märkte zuckten angesichts der Nachricht, dass die People's Bank of China ihre Goldreserven nicht mehr aufgestockt hat, nur mit der Schulter und schüttelten auch die Tatsache, dass Chinas Goldimporte für nicht-monetäre Zwecke zurückgegangen sind, einfach ab³⁸ («Shake it off»). Stattdessen rücken die traditionellen makroökonomischen Treiber (z.B. US-Realzinsen, US-Dollar) wieder in den Vordergrund (Grafik 2). Unsere Erwartung niedrigerer US-Realzinsen und eines schwächeren US-Dollars dürfte auch weiterhin für Gold sprechen.

Grafik 1: «Back to December» für Rohstoffe



Quelle: LSEG, Bloomberg, Vontobel; Daten per 22. August 2024.

Grafik 2: Traditionelle Treiber werden wieder wichtiger



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 22. August 2024.

Bessere Aussichten für Euro / US-Dollar; Franken auf dem Prüfstand



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

Infolge der schwachen US-Konjunkturdaten wird nun eine zügige Lockerung der Geldpolitik durch die US-Notenbank Fed erwartet. Abhängig von der globalen Risikobereitschaft und Verbesserungen in der Eurozone könnte der Euro/US-Dollar-Wechselkurs somit nachhaltig über 1.10 steigen. In der Schweiz belastet der starke Franken die Ausfuhren. Das könnte die Schweizerische Nationalbank (SNB) im Rahmen begrenzter Interventionen zu weiteren Zinssenkungen veranlassen, um den Anstieg der Währung einzudämmen.

Die zuletzt enttäuschenden US-Wirtschaftsdaten, darunter die schwachen Arbeitsmarktdaten vom 2. Juli, welche Erwartungen auf eine zügigere Lockerung der Geldpolitik durch die Fed schürten (Grafik 1), verliehen dem Euro / US-Dollar-Wechselkurs Auftrieb. Dieser stieg schon über 1.10. Allerdings werden die Stärke und Dauer einer allfälligen Hausse auch von einer Erholung der globalen Risikobereitschaft und von positiven Entwicklungen in der Eurozone abhängen. Eine anhaltende Verbesserung des wirtschaftlichen Umfelds in der Eurozone könnte das aktuelle und das erwartete Wachstumsgefälle zwischen Europa und den USA verringern und somit einen nachhaltigen Durchbruch der Marke von 1.10 US-Dollar unterstützen.

Die anhaltende Nervosität an den Aktienmärkten könnte indes den Aufwärtstrend des Euro gegenüber dem US-Dollar zunichtemachen. Erweist sich die Unruhe als hartnäckig, könnte dies letztlich zu einer allgemeinen Risikoaversion am Markt und damit verbundenen Umschichtungen in sichere Häfen führen.

Schweizer Wirtschaft unter dem Joch des starken Franken

Die stark exportabhängige Schweizer Wirtschaft reagiert äusserst empfindlich auf Wechselkursschwankungen. Angesichts nachlassender Inflationssorgen könnte der starke Franken für Exportunternehmen problematisch werden – besonders für kleine und mittelgrosse Unternehmen.

Das deflationäre Umfeld, gepaart mit dem straffenden Effekt einer stärkeren Währung, hat die Hoffnungen auf eine Zinssenkung durch die SNB im September wiederbelebt. Die SNB begann ihren Lockerungszyklus mit einer Zinssenkung um 25 Basispunkte (Bp.) im März, gefolgt von einer weiteren Lockerung um 25 Bp. im Juni. Bloomberg Economics rechnet bis zum Jahresende mit weiteren Senkungen um 25 bis 50 Bp. Diese Schritte könnten zwar eine weitere Aufwertung des Frankens begrenzen, allerdings dürften sie die von den Unsicherheiten an den globalen Märkten angetriebene Hausse nicht wesentlich beeinflussen.

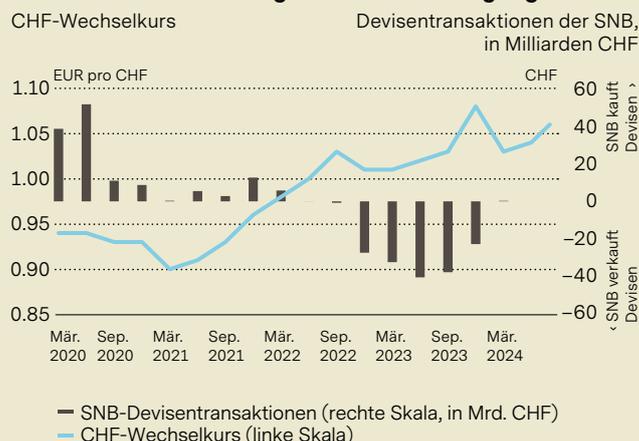
Auch wenn Deviseninterventionen eine Möglichkeit darstellen, verhielt sich die SNB in dieser Hinsicht im laufenden Jahr relativ ruhig. Im ersten Quartal erwarb sie lediglich CHF 281 Millionen an Devisenreserven (Grafik 2).

Grafik 1: Wende bei den US-Zinserwartungen



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

Grafik 2: Das ruhige Quartal der SNB: Minimale Interventionen trotz möglicher Marktbewegungen



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 19. August 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	3,0	2,5	2,6
Eurozone	3,4	0,4	0,6	0,7	1,4
USA	1,9	2,5	3,1	2,3	1,7
Japan	1,0	1,9	-0,8	0,1	1,2
Grossbritannien	4,5	0,3	0,3	1,0	1,3
Schweiz	2,7	0,7	0,8	1,3	1,4
Australien	3,8	1,9	2,1	1,2	2,1
China	3,0	5,2	4,7	4,9	4,5

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

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR	2,50	4,50	4,25	3,40	2,65
USD	4,50	5,50	5,50	4,75	4,00
JPY	-0,10	-0,10	0,23	0,35	0,59
GBP	3,50	5,25	5,00	4,65	3,75
CHF	1,00	1,75	1,25	0,95	0,89
AUD	3,10	4,35	4,35	4,30	3,70

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR (Deutschland)	2,6	2,0	2,25	2,26	2,23
USD	3,9	3,9	3,85	4,03	3,92
JPY	0,4	0,6	0,90	1,10	1,30
GBP	3,7	3,5	3,96	3,80	3,63
CHF	1,6	0,7	0,45	0,62	0,84
AUD	4,1	4,0	3,92	4,09	3,91

WECHSELKURSE	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
CHF je EUR	0,99	0,93	0,95	0,96	0,99
CHF je USD	0,94	0,84	0,85	0,88	0,89
CHF je 100 JPY	0,72	0,60	0,58	0,60	0,62
CHF je GBP	1,12	1,07	1,12	1,13	1,16
USD je EUR	1,06	1,10	1,11	1,10	1,12
JPY je USD	130,00	141,00	146,00	148,00	143,00
USD je AUD	0,67	0,68	0,67	0,68	0,69
GBP je EUR	0,88	0,87	0,85	0,85	0,85
CNY je USD	6,91	7,10	7,14	7,20	7,16

ROHSTOFFE	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
Brent-Rohöl, USD je Barrel	86	77	78	83	81
Gold, USD je Feinunze	1824	2063	2499	2400	2500
Kupfer, USD je Tonne	8372	8559	9131	9900	9990

¹ Neuste verfügbare Quartalsdaten

² Neuste verfügbare Monatsdaten, G20-Daten nur vierteljährlich

Quelle: Vontobel, jeweilige Statistikämter und Zentralbanken, Stand: 23. August 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

Dieses Marketing-Dokument wurde von einer oder mehreren Gesellschaften der Vontobel-Gruppe (zusammen «Vontobel») für private und institutionelle Kunden erstellt. 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.

20 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 clients

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.

Glossar und Quellen

- ¹ Übergewichtung bedeutet, dass das Vontobel Investment Committee eine Anlageklasse oder Unteranlageklasse stärker bevorzugt.
- ² Quelle: Rede des Fed-Vorsitzenden Jerome Powell, 23. August 2024. www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20240823a.htm
- ³ Quelle: Artikel von ING, publiziert am 24. Juli 2024. think.ing.com/snaps/eurozone-jul24-pmis/
- ⁴ Quelle: Artikel von Bloomberg, publiziert am 15. Juli 2024. www.bloomberg.com/news/articles/2024-07-15/china-growth-weakens-more-than-expected-as-outlook-darkens
- ⁵ Quelle: Artikel von CNN, publiziert am 21. August 2024. edition.cnn.com/2024/08/21/economy/bls-jobs-revisions/index.html#:~:text=US%20job%20growth%20during%20much,year%20than%20were%20initially%20reported.
- ⁶ Quelle: Artikel von Financial Times, publiziert am 2. August 2024. www.ft.com/content/d48e4925-d2fc-4ba1-a0ae-df2c7d0b7b45
- ⁷ Quelle: Artikel von CNN, publiziert am 7. Juli 2024. edition.cnn.com/2024/07/07/economy/stocks-week-ahead-services-sector-slow-restaurants-stores/index.html
- ⁸ Quelle: Artikel von Axios, publiziert am 6. August 2024. www.axios.com/2024/08/06/credit-card-auto-loan-delinquency-rates
- ⁹ Quelle: Artikel von NBC News, publiziert am 14. August 2024. www.marketplace.org/2023/06/01/fewer-people-are-leaving-their-jobs-whats-that-mean-for-the-economy/
- ¹⁰ Quelle: Pressemitteilung von The Conference Board, publiziert am 30. Juli 2024. www.conference-board.org/topics/consumer-confidence/press/CCI-July-2024#:~:text=The%20Conference%20Board%20Consumer%20Confidence,133.6%20from%20135.3%20last%20month.
- ¹¹ Quelle: Artikel von USA Today, publiziert am 8. Juli 2024. eu.usatoday.com/story/money/2024/07/08/temp-jobs-decline-employment-signal/74304754007/
- ¹² Quelle: Artikel von Bloomberg, publiziert am 2. August 2024. www.bloomberg.com/news/live-blog/2024-08-02/us-employment-report-for-july
- ¹³ Ein Basispunkt entspricht einem Hundertstel eines Prozentpunkts, oder 0,01%.
- ¹⁴ Quelle: Artikel von JPMorgan, publiziert am 8. August 2024. privatebank.jpmorgan.com/nam/en/insights/markets-and-investing/what-is-up-with-the-sahm-rule-and-what-does-it-mean-for-the-fed
- ¹⁵ Quelle: Artikel von Fortune, publiziert am 2. August 2024. fortune.com/2024/08/02/recession-indicator-claudia-sahm-rule-trigger-unemployment-rate-jobs-report/
- ¹⁶ Quelle: Regierung Indiens, Pressemitteilung des Finanzministeriums, publiziert am 17. Juli 2024. [pib.gov.in/PressNoteDetails.aspx?No-teld=151934&ModuleId=3#:~:text=The%20International%20Monetary%20Fund%20\(IMF,of%206.8%20percent%20in%20April.](https://pib.gov.in/PressNoteDetails.aspx?No-teld=151934&ModuleId=3#:~:text=The%20International%20Monetary%20Fund%20(IMF,of%206.8%20percent%20in%20April.)
- ¹⁷ Das gesamte wirtschaftliche Output ist das höchste der Welt, wenn man Unterschiede in den Lebenshaltungskosten und Preisniveaus zwischen den Ländern berücksichtigt.
- ¹⁸ Quelle: Vereinte Nationen, Department of Economic and Social Affairs, 24. April 2023. www.un.org/development/desa/dpad/publication/un-desa-policy-brief-no-153-india-overtakes-china-as-the-worlds-most-populous-country#:~:text=In%20April%202023%2C%20India%27s%20population,to%20grow%20for%20several%20decades.
- ¹⁹ Quelle: World Bank, data.worldbank.org/indicator/SP.DYN.TFRT.IN?locations=IN
- ²⁰ Quelle: «Navigating the India-Russia Strategic Partnership», Veröffentlichung des Manohar Parrikar Institute for Defence Studies and Analysis, veröffentlicht am 8. Juli 2024. www.idsai.in/issuebrief/navigating-the-india-russia-strategic-partnership-rrroy-080724
- ²¹ Die 2014 eingeführte Initiative «Make in India» zielt darauf ab, das Land als bevorzugten Standort für die weltweite Produktion zu fördern: www.mei.gov.in/Images/attach/Make_in_India_Initiative.pdf
- ²² Quelle: Weltbank; Daten per 19. August 2024. data.worldbank.org/indicator/SE.ADT.LITR.ZS?locations=IN-CN
- ²³ Quelle: Weltbank; Daten per 19. August 2024. genderdata.worldbank.org/en/indicator/sl-tlf-acti-zs
- ²⁴ Quelle: Artikel von DW, publiziert am 7. Mai 2024. www.dw.com/en/india-high-youth-unemployment-poses-massive-challenge/a-69018952#:~:text=youth%20unemployment%20rate.,Nearly%2016%25%20of%20urban%20youth%20in%20the%2015%2D29%20age,at%20as%20high%20as%2045.4%25.
- ²⁵ Quelle: Artikel von LiveMint, publiziert am 29. Mai 2024. www.livemint.com/economy/indias-youth-unemployment-rate-among-highest-in-world-says-ex-cea-netizens-call-it-heights-of-propaganda-11716977982254.html
- ²⁶ Die Investitionen und Bruttoinvestitionen werden durch den Gesamtwert der Bruttoanlageinvestitionen sowie der Vorratsveränderungen und des Erwerbs abzüglich der Veräußerungen von Wertsachen für eine Einheit oder einen Sektor gemessen.
- ²⁷ Der Zinssatz, zu dem eine Zentralbank Geld für kurze Zeit, normalerweise über Nacht, an Geschäftsbanken gegen Sicherheiten verleiht.
- ²⁸ Ein Grossteil dieses Wachstums ist auf die Einführung von Kontrakten mit wöchentlichem Verfall (2019) zurückzuführen, die die traditionellen Verfallstermine am Monatsende ersetzen. Der Hauptvorteil kürzerer Laufzeiten besteht darin, dass die Wahrscheinlichkeit eines Verlusts für den Verkäufer geringer ist und sie daher weniger kosten.
- ²⁹ Quelle: Artikel von Invest India, publiziert am 23. Oktober 2023. www.investindia.gov.in/team-india-blogs/indias-inclusion-jp-morgans-government-bond-index-emerging-markets-gbi-em-index
- ³⁰ Quelle: Artikel von Reuters, publiziert am 30. Juli 2024. www.reuters.com/markets/rates-bonds/foreign-investors-unhappy-after-india-restores-curbs-some-bond-purchases-2024-07-30/
- ³¹ Ein Rohstoff-Superzyklus ist ein längerer Zeitraum, in dem die Rohstoffpreise deutlich über oder unter ihrem langfristigen Trend liegen. Er wird in der Regel durch einen Nachfrageschub ausgelöst, der häufig auf die Industrialisierung und Urbanisierung in Schwellenländern zurückzuführen ist.
- ³² Quelle: World Gold Council. www.gold.org/about-gold/gold-demand/geographical-diversity/india#:~:text=Gold%20is%20central%20to%20more,annual%20gold%20demand%20in%20India.
- ³³ Die Taylor-Regel wurde vom Ökonomen John Taylor eingeführt und ist eine Art Handlungsanweisung zur Anpassung des Leitzinses der US-Notenbank, der Federal Funds Rate (Tagesgeldzinssatz der Banken). Die Regel legt nahe, den Zinssatz zu erhöhen, wenn eine über dem Normalwert liegende Inflation prognostiziert wird, und ihn zu senken, wenn das BIP-Wachstum voraussichtlich unter dem Normalwert liegen wird – unter Annahme von ansonsten konstanten Faktoren.
- ³⁴ Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 26. Juli 2024. www.bloomberg.com/news/articles/2024-07-26/fed-s-preferred-inflation-gauge-rose-at-mild-pace-in-june
- ³⁵ Quelle: Artikel von Reuters, publiziert am 1. August 2024. www.reuters.com/business/energy/opec-likely-stick-output-policy-meeting-sources-say-2024-08-01/
- ³⁶ Quelle: Artikel von Reuters, publiziert am 12. August 2024. www.reuters.com/business/energy/opec-cuts-2024-oil-demand-growth-forecast-citing-china-2024-08-12/
- ³⁷ Quelle: Artikel von CBS News, publiziert am 13. August 2024. www.cbsnews.com/news/golds-price-surpasses-2500-an-ounce-moves-to-make-now/
- ³⁸ Quelle: Artikel von Bloomberg, publiziert am 20. August 2024. www.bloomberg.com/news/articles/2024-08-20/china-s-gold-imports-tumble-again-as-record-prices-deter-buyers

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

