

Vontobel

Investors' Outlook

Weniger hart am Wind

März 2023

2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Aufklarender Ausblick, aber...

6 Markt-Highlights

Weiche Landung oder Rezession?

8 Viewpoint

Gewerkschaften – Risiko für Unternehmen?

12 Anlageklassen im Fokus

16 Prognosen

Impressum

Herausgeber

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Redaktion

Elena Berton
Sarah Davies
Corinne Gretler
Thomas Mahn
Gabriela Mayer

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

Sudhir Roc-Sennett
Head of Thought Leadership &
ESG Quality Growth Boutique,
Vontobel

Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Erscheinungsweise

Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe April 2023)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

1. März 2023

Bemerkungen

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

Weniger hart am Wind

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Die Märkte sind mit vollen Segeln ins Jahr 2023 gestartet. Mit dem sich abzeichnenden Inflationsrückgang in den USA fassten die Anleger wieder mehr Vertrauen, davon ausgehend, die US-Notenbank hätte nun den Grossteil ihrer Zinsanhebungen vollzogen. Der Optimismus über die Wiederöffnung Chinas als Stütze für die globale Konjunktur verstärkte das Segeltempo zusätzlich.

Die Inflation und ihre Bekämpfung durch die Zentralbanken bleiben im Fokus. Doch mit dem abnehmenden Inflationsdruck haben sich die Aussichten für die Weltwirtschaft aufgehellt gegenüber der Situation noch vor einem Monat. Belege dafür sind der überaus robust gebliebene US-Arbeitsmarkt und wieder besser gelaunte Konsumenten. Wir rechnen zwar immer noch mit einer Rezession und einer Zinssenkung der Fed gegen Ende des Jahres, aber im jetzigen Umfeld stehen die Chancen auf eine weiche Landung besser. Dies wiederum bedeutet, dass die Zentralbanken ihre Geldpolitik später lockern dürften als bislang angenommen.

Es gibt nun zwei Lager: Die Bullen gehen von einer weichen Landung mit niedriger Inflation aus, die Bären erwarten eine Rezession bei anhaltend hoher Inflation. Die Wahrheit wird wohl irgendwo dazwischen liegen. Die Aktienmärkte jedenfalls preisen jetzt eine weiche Landung von kurzer Dauer ein und neigen leicht zur Übertreibung. Wir sehen derzeit mehr Abwärtsrisiken, weniger Chancen und steigende Bewertungen. Deshalb haben wir unser Übergewicht in Aktien auf neutral zurückgestuft. Einen Teil der Gewinne, die wir seit der Implementierung des Übergewichts Ende September erzielen konnten, haben wir mitgenommen und in Liquidität parkiert, bis wir einen attraktiven Wiedereinstiegszeitpunkt ausmachen können.



—
Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Im vorliegenden Investors' Outlook erfahren Sie, wie wir die jüngsten Markt- und Konjunktorentwicklungen einschätzen. Des Weiteren erläutern wir Ihnen unsere Asset Allocation im Detail. Unter anderem engagieren wir uns jetzt weniger stark in US-Aktien. Gegenüber dem Anleihenmarkt bleiben wir insgesamt neutral. Gold favorisieren wir weiterhin, da sich mit den jüngsten Ballon-Ereignissen die geopolitischen Risiken mehren. Als lesenswert empfehle ich Ihnen auch unsere eingehende Betrachtung der Rolle von Gewerkschaften und der aktuellen Risiken am Arbeitsmarkt.

Der Februar hat gezeigt, wie ereignisreich selbst ein kurzer Monat sein kann. Deshalb peilen wir das Ende des ersten Quartals 2023 mit weniger straffen Segeln an.

→ Webcast

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



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Aufklarender Ausblick, aber ...

Der Februar zählt zwar weniger Tage als die übrigen Monate, mit Ereignissen geizte er aber nicht. Den Anfang machte die US-Notenbank Fed mit einer Erhöhung des Leitzins-Bandes um 25 Basispunkte auf 4,5–4,75 Prozent. Fed-Chef Jerome Powell gestand erste Zeichen einer Desinflation ein, deutete jedoch «ein paar weitere» Zinsschritte in den kommenden Monaten an. Die Europäische Zentralbank und die Bank of England hoben ihre Leitzinsen um je 50 Basispunkte an.

In den USA wurden im Januar beeindruckende 517000 neue Stellen geschaffen, was die Robustheit des Arbeitsmarktes erneut bestätigte. Daraus schliessen wir, dass die US-Notenbank Fed ihren Leitzins erst im vierten Quartal, also später als bislang vermutet, senken dürfte und auch sein Höchststand höher zu liegen kommen dürfte als bisher angenommen. Gute Nachrichten könnten sich somit als schlecht erweisen, vor allem weil die Märkte gegenwärtig zur Übertreibung neigen.

Nachdem wir Ende September Aktien auf Übergewichtung hochgestuft hatten, waren uns die Aktienmärkte mit nahezu perfekten Kursen längere Zeit gut gesinnt. Einen Teil dieser Gewinne haben wir nun mitgenommen, indem wir unser Engagement in US-Aktien reduziert haben. An

allen anderen regionalen Einschätzungen halten wir fest. Dies resultiert in einer insgesamt neutralen Einschätzung von Aktien. Die Erlöse haben wir in Liquidität parkiert, bis sich uns eine attraktive Chance zur Wiederumschichtung bietet.

Anleihen schätzen wir insgesamt weiterhin neutral ein, während wir in Staatsanleihen übergewichtet bleiben. Auch an unserer leicht positiven Einschätzung von Schwellenländeranleihen in Hartwährung halten wir fest angesichts ihrer attraktiven Spreads. Wir rechnen immer noch mit einer Rezession, auch wenn wir den Unternehmen solide Bilanzen zugestehen. Mit einem besseren Zeitpunkt, unser Engagement in Unternehmensanleihen auszubauen, rechnen wir erst im späteren Jahresverlauf. Somit bleiben wir neutral für Investment-Grade-Unternehmensanleihen und untergewichtet in Hochzinsanleihen.

Gegenüber Rohstoffen sind wir weiterhin neutral, da kurzfristige Konjunktursorgen auf ihnen lasten. In Gold bleiben wir übergewichtet zu Absicherungszwecken.

Immobilien schätzen wir immer noch neutral und Hedgefonds weiterhin negativ ein. Weitere Details finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität			↗			Liquidität stufen wir auf neutral herauf, da wir Aktien taktisch auf neutral herabstufen und Gewinne mitnehmen, die wir in Liquidität parkieren, bis wir attraktive neue Einstiegschancen sehen.
2 Anleihen			→			Auf 12-Monats-Sicht erwarten wir niedrigere Anleihenrenditen (die sich gegenläufig zu den Anleihenkursen entwickeln) angesichts einer schwächeren US-Konjunktur und unserer Überzeugung, dass der Inflationshöhepunkt hinter uns liegt. In der Vergangenheit sanken jeweils die Renditen bei rückläufiger Inflation. Daher bleiben wir für Anleihen insgesamt neutral, in Staatsanleihen Übergewichtet und gegenüber Schwellenländeranleihen in Hartwährung vorsichtig positiv angesichts ihrer attraktiven Spreads. Gegenüber Investment-Grade-Unternehmensanleihen bleiben wir neutral, gegenüber Hochzinsanleihen negativ, wobei wir mit besseren Einstiegsmöglichkeiten später im Jahr rechnen.
3 Aktien			↘			Seit der Umstufung auf ein Aktien-Übergewicht Ende September 2022 legte der MSCI World Net Total Return Index fast 18 Prozent zu und der S&P 500 Net Total Return Index 15 Prozent (per 16. Februar, in US-Dollar), angetrieben vom Optimismus, mit dem Überwinden des Höhepunkts der US-Inflation würde die restriktive Geldpolitik gelockert und eine weiche Landung wahrscheinlicher als eine schwere Rezession. Die Unternehmensgewinnprognosen 2023–24 wurden aber seit September abwärts revidiert und dieser Trend dürfte vorläufig anhalten. Mangels Impulsen könnte die Hausse abflauen und erneut volatilen Aktienmärkten weichen. Daher stufen wir unser Übergewicht in US-Aktien taktisch auf neutral zurück und nehmen einen Teil der Gewinne mit, vorsichtig gestimmt gegenüber der Weltwirtschaftsentwicklung und eine US-Rezession sowie eine verzögerte Lockerung der Fed-Geldpolitik erwartend. Für Aktien Schweiz, Europa, Japan und Schwellenländer bleiben wir neutral, was insgesamt ein neutrales Aktiengewicht ergibt.
4 Gold				→		Das Übergewicht in Gold behalten wir bei. Das Edelmetall hatte es letztes Jahr schwer, da die restriktive Geldpolitik der Fed die Inflationserwartungen senkte und die Realrenditen sowie den US-Dollar stützte. Gold dürfte aber von einer geldpolitischen Lockerung später im Jahr mit ihren Folgen (schwächerer US-Dollar) profitieren. Wir schätzen Gold zudem als Absicherung gegen geopolitische Risiken (Russland-Ukraine-Krieg, verschärfte Spannungen zwischen den USA und China, nachdem wiederholt chinesische «Wetterballone» in den US-Luftraum eindringen).
5 Rohstoffe			→			Gegenüber Rohstoffen bleiben wir neutral. Die langjährige Investitionszurückhaltung und der Bedarf für den Übergang zu einer «grünere» Wirtschaft sprechen langfristig weiterhin für Rohstoffe (speziell Basismetalle). Kurzfristig überwiegen jedoch die Sorgen um das Weltwirtschaftswachstum.
6 Alternative Strategien			→			Gegenüber alternativen Anlagen insgesamt bleiben wir ebenfalls neutral und bekräftigen unsere Einschätzungen für alle Sub-Anlageklassen: moderates Untergewicht in Hedgefonds und neutral gegenüber Immobilien.

Weiche Landung oder Rezession?

Gleiten wir in eine Rezession ab oder nicht? Diese Kernfrage treibt die Anleger derzeit um. In den letzten Wochen haben die Finanzmärkte die Möglichkeit einer Rezession ausgepreist, eine weiche Landung der Wirtschaft andeutend. Wir hingegen rechnen nach wie vor mit einer Rezession, räumen aber ein, dass eine weiche Landung mittlerweile wahrscheinlicher ist.



—
Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

Als so gewiss wie nie vorausgesagt – jetzt verzögert

Die Zukunft vorauszusagen ist bekanntlich schwierig. Dasselbe gilt auch für Rezessionen. Ökonomen reagieren oft zu spät oder zumindest später als die Finanzmärkte. Ein umso interessanteres Bild bot sich, als das vergangene Jahr zu Ende ging und die Experten ihre Prognosen für 2023 präsentierten. Tatsächlich erwarteten mehr als drei von vier Experten eine unmittelbar bevorstehende Rezession, so auch wir. Doch die «als so gewiss wie nie vorausgesagte» Rezession, wie Skeptiker sie ironisch bezeichneten, ist nicht eingetreten.

Noch nicht, mögen Sie vielleicht einwenden, denn das Jahr ist schliesslich noch jung. Aus den neusten, über Erwarten guten Konjunkturdaten lässt sich aber schliessen, dass eine Rezession inzwischen weniger wahrscheinlich ist. Vermehrt ist nun die Rede von einer «weichen Landung», also einer Konjunkturverlangsamung, ohne dass die Arbeitslosigkeit steigt. Die Finanzmärkte preisen die Möglichkeit einer Rezession schon seit einigen Wochen aus. So haben zyklische Aktien sich zuletzt deutlich besser entwickelt als defensive Titel (siehe Grafik 1). Insgesamt setzen die Finanzmärkte ein klares Fragezeichen hinter das Eintreffen einer Rezession im Jahr 2023.

Rezession im laufenden Jahr bleibt unser Basisszenario

Ende 2022 gingen wir aus mehreren Gründen von einer Rezession aus. Auf eine solche deutete als erstes die inverse Zinskurve hin. Seit 1955 trat fast immer eine Rezession ein, wenn die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen unter dem US-Leitzins lagen. 1967 bildete die berühmte Ausnahme, welche die Regel bestätigt. Bei einer inversen Zinskurve erwarten Anleihen Anleger künftig sinkende Renditen, da eine Wirtschaftsabschwächung bei abnehmender Inflation die Notenbanken zu Zinssenkungen zwingt.

Zu schnell und zu stark gestiegene Zinsen waren auch unser Hauptargument, weshalb wir von einer markanten Konjunkturabkühlung ausgingen, welche vermutlich die besonders zinssensiblen Sektoren beeinträchtigen würde. Dies zeigt sich jetzt deutlich. In den USA ist der Markt für Wohnimmobilien eingebrochen und der Verkauf von Neubauten so schwach wie jeweils in schweren Rezessionen. Die Häuserpreise sinken auch in vielen anderen Ländern der Welt. Im Extremfall kann die Schwäche des Immobiliensektors einen Teufelskreis und eine schwere Rezession auslösen.

Höhere Zinsen wirken sich aber auch auf andere Wirtschaftsbereiche aus. Laut der jüngsten «Senior Loan Officer Survey» der US-Notenbank Fed melden die Banken die niedrigste Nachfrage nach Neukrediten seit der Finanzkrise (siehe Grafik 2). Grund für den Nachfragerückgang war unter anderem die sinkende Investitionsbereitschaft der Kunden. Sogar die Banken führten angesichts der düsteren Konjunkturaussichten strengere Kreditvergabe-Konditionen ein. Unseres Erachtens fehlen auch die für eine anhaltende Konjunkturerholung nötigen geld- oder fiskalpolitischen Anreize. Die Zentralbanken befinden sich wegen der hohen Inflation immer noch im Zinsanhebungszyklus. Die Regierungen rund um die Welt sehen angesichts solider Arbeitsmärkte derzeit wenig Grund für Stützungsmaßnahmen. Zudem wollen sie die Zentralbanken nicht bei der Inflationsbekämpfung behindern.

Mehr Argumente für eine weiche Landung

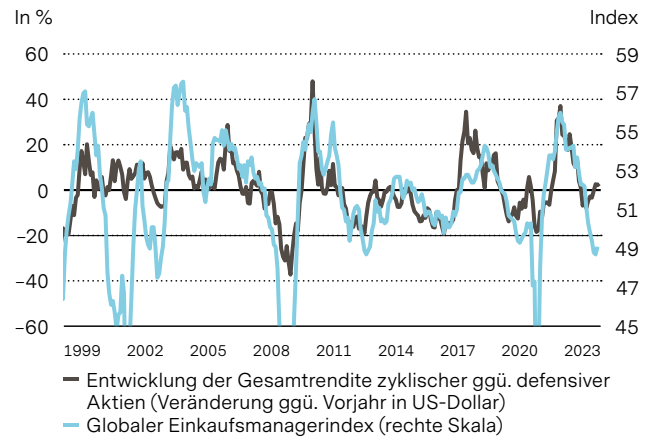
Die Erholung der chinesischen Wirtschaft könnte die von uns erwartete Rezession verhindern. Die Abkehr von der Null-Covid-Politik und damit die Wiederöffnung Chinas als Wachstumsmotor kamen tatsächlich viel schneller, als wir erwartet hatten. Die jüngsten Daten zur zunehmenden Mobilität in China bestätigen das positive Bild. Auch der Ausblick für den chinesischen Immobilienmarkt hellt sich auf. Somit sind auch die Aussichten für die Weltwirtschaft klar positiv.

Doch der Wachstumsimpuls aus China dürfte nicht ausreichen, um eine Rezession abzuwenden. Entscheidend wird sein, ob die US-Konsumenten ausgabefreudig genug bleiben. Dem förderlich sein dürften höhere Reallöhne als mögliche Folge der sinkenden Inflation (siehe Grafik 3). Der entscheidende Faktor für die Konsumenten wird wohl aber die Situation am Arbeitsmarkt sein. Sie dürften weniger Geld ausgeben, wenn durch die Konjunkturabschwächung die Arbeitslosigkeit zunimmt.

Der US-Arbeitsmarkt zeigt sich nach wie vor ausgesprochen robust. So niedrig wie aktuell waren die Arbeitslosenzahlen letztmals in den 1960er-Jahren, in erster Linie, weil jetzt das Angebot an Arbeitskräften wegen Frührente, weniger Einwanderung und mehr Arbeitsunfähigkeit deutlich geringer ist als vor der Pandemie. Andererseits geht der Arbeitskräftebedarf bereits zurück. Die Unternehmensmargen und -gewinne sinken wegen der hohen Inflation und der Konjunkturverlangsamung seit mehreren Monaten. Wie lange die Firmen dem ohne Personalabbau standhalten können, ist schwer prognostizierbar. Zumindest aus Umfragen ist bereits ersichtlich, dass die Bereitschaft zu Lohnerhöhungen abnimmt. Das sind keine guten Zeichen für die Konsumentenstimmung.

Ob eine Rezession abgewendet werden kann, wie derzeit von den Finanzmärkten eingepreist, dürfte nicht zuletzt auch von der Politik der US-Notenbank Fed abhängen. Falls die sinkende Inflation das Zielband der Fed erreicht, könnte diese ihren Leitzins sogar noch dieses Jahr senken. Dies entspräche in einem normalen Zyklus dem für einen anhaltenden Aufschwung erforderlichen geldpolitischen Impuls.

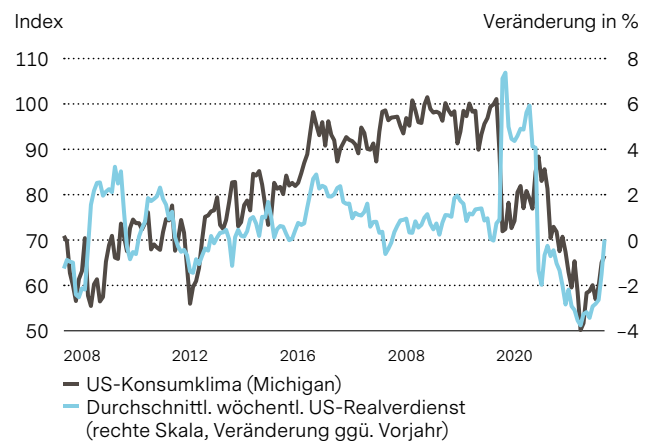
Grafik 1: Die Aktienmärkte haben zuletzt eine weiche Landung der Wirtschaft eingepreist



Grafik 2: Nachfrage nach Neukrediten in den USA so niedrig wie zuletzt in der Finanzkrise



Grafik 3: Höhere Reallöhne stärken die Kaufkraft der Konsumenten



Gewerkschaften – Risiko für Unternehmen?

Die Pandemie hat zu einem Wiedererstarken von Arbeiterbewegungen geführt. Getrieben von Sorgen über Bezahlung und Sicherheit haben Beschäftigte in Service und Produktion weltweit ihren Unmut über schlechte Arbeitsbedingungen zum Ausdruck gebracht. In den letzten Jahren hat der Lohn-
druck zugenommen. Zum einen gibt es offene Stellen zu besetzen, zum anderen muss der Unzufriedenheit der Belegschaft – ob Kraftfahrer, Krankenpfleger oder Fabrikarbeiter – begegnet werden. Was steht hinter den globalen Forderungen nach mehr Gewerkschaften und welche Risiken ergeben sich für Anleger?





Sudhir Roc-Sennett

Head of Thought Leadership &
ESG Quality Growth Boutique,
Vontobel

Initiativen zur Gründung von Gewerkschaften bei globalen Unternehmen wie Starbucks und Apple schrieben Schlagzeilen und gaben ähnlichen Bestrebungen weltweit Auftrieb. Doch nicht alle Regionen, Branchen und Unternehmen sind mit denselben Risiken oder demselben Lohndruck konfrontiert. Ungleiche Bezahlung kann zu schlechter Arbeitsmoral, niedriger Produktivität und hoher Fluktuation führen und so letztlich dem Wert eines Unternehmens schaden. Einige Unternehmen mit einer komplett gewerkschaftlich organisierten Belegschaft können gestiegene Lohnkosten an Endkunden weitergeben.

Die Blütezeit der Gewerkschaften ist jedoch in den meisten Industrieländern längst vorbei. Nach dem Höchststand in den Fünfzigerjahren hat der Anteil gewerkschaftlich organisierter Beschäftigter in den letzten 20 Jahren weltweit abgenommen, mit Ausnahme von Nordafrika und Südamerika. Zwar sorgten ein angespannter Arbeitsmarkt, die Pandemie und die Inflation in einigen Bereichen für ein Umdenken (laut einer Gallup-Umfrage war die Unterstützung für Gewerkschaften 2022 so hoch wie seit 1965 nicht mehr). Das eigentliche Risiko erstarrender Gewerkschaften liegt jedoch in den Schwellenländern, in denen sich nun Tarifverhandlungen etabliert haben.

Tatsächlich besteht bei Unternehmen ein Zusammenhang zwischen Tarifabdeckung (Anteil der Beschäftigten mit Tarifvertrag) und Rentabilität (siehe Grafik 1). Je mehr Beschäftigte unter einen Tarifvertrag fallen, desto niedriger sind die Gewinne. Auch stellt ein überraschender Anstieg der Mitgliedschaften die Unternehmen, welche höhere Lohnkosten nicht an ihre Kunden weitergeben können, unter Umständen vor ernsthafte Schwierigkeiten.

Ein aktuelles Beispiel zeigt, warum internationale Unternehmen diese Risiken ernst nehmen sollten. Teleperformance mit Sitz in Paris ist mit 420 000 Beschäftigten der weltweit grösste Betreiber von Callcentern. Ein Skandal schlug hohe Wellen und führte zu einem zweistelligen Einbruch des Aktienkurses sowie einem erheblichen Reputationsschaden. So mussten Mitarbeiter absto-

10 Viewpoint

sende Onlinebilder aussortieren, was in der Politik und am Finanzmarkt ernste Bedenken über die psychologischen Folgen für die Beschäftigten sowie deren angemessene Bezahlung auslöste. Auf dieser Basis konnte der globale Gewerkschaftsverband «UNI Global» ein globales Abkommen mit Teleperformance unterzeichnen.

Warum Gewerkschaftsmitglied werden?

Gewerkschaften sind unabhängige Organisationen mit der Aufgabe, die Interessen ihrer Mitglieder im Rahmen von Verhandlungen gegenüber den Arbeitgebern zu vertreten. In den Industrieländern entstanden sie nach Jahrzehnten des Leidens und der Gewalt. Sie drängten auf die Arbeitsbedingungen, die wir in wohlhabenden Ländern heute als Standard ansehen, wie den 8-Stunden-Tag, Lohnfortzahlung im Krankheitsfall, bezahlten Urlaub, Arbeitsschutz und ein Verbot von Kinderarbeit. Dank der Gewerkschaften mussten viele Arbeiter nicht länger widrige Arbeitsbedingungen akzeptieren, um eine Stelle zu bekommen. Gewerkschaften sind mit ihren 214 Millionen Mitgliedern – neben weiteren 300 Millionen in China – ein bedeutender Faktor und haben erhebliches Wachstumspotenzial in den Entwicklungsländern.

Für Arbeiter mit geringem Einkommen können Tarifverträge deutliche Verbesserungen mit sich bringen, etwa einen existenzsichernden Lohn und sichere Arbeitsbedingungen. Dazu zählen insbesondere Arbeitsschutzmassnahmen, etwa der Brandschutz in Textilfabriken. In wohlhabenderen Ländern, in denen die Arbeitsbedingungen sukzessive gesetzlich geregelt wurden, sind Gewerkschaften dazu übergegangen, mit neuen Argumenten Mitglieder zu gewinnen. Zu den beliebten Ansätzen zählen hier die Anpassung an internationale Regulierungsstandards (die USA sind eines von nur zwei OECD-Ländern ohne landesweites Recht auf Lohnfortzahlung im Krankheitsfall) oder auch Sozialleistungen (in nordeuropäischen Ländern wie Dänemark, Schweden und Finnland ist die Arbeitslosenversicherung freiwillig und nicht staatlich, sondern gewerkschaftlich organisiert).

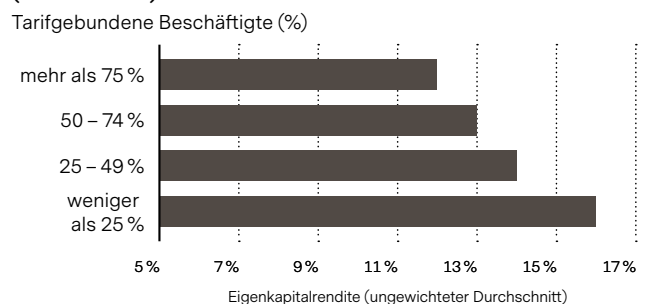
Für Unternehmen ist der Anteil der Beschäftigten mit Tarifvertrag von Bedeutung. Liegt dieser bei 100 Prozent, spielt es kaum eine Rolle, ob sich noch mehr Beschäftigte einer Gewerkschaft anschliessen, denn es gilt ohnehin der Tarifvertrag. In Ländern mit niedriger Gewerkschaftsdichte und Tarifabdeckung (Vergleich der beiden Kennzahlen in Grafik 2) ist das Risiko wachsender Kosten bei steigender Gewerkschaftsdichte am höchsten. Gewerkschaften haben mithilfe nationaler und internationaler Gewerkschaftsverbände in neuen Märkten Fuss gefasst. Lokale Gewerkschaften schliessen sich zu nationalen Verbänden zusammen, die mitunter von einem globalen Dachverband koordiniert werden. Die einzelnen Ebenen spezialisieren sich darauf, mit unterschiedlichen Gegenparteien zu verhandeln oder Einfluss auf sie zu nehmen. Es bestehen mindestens neun grosse internationale Verbände, die sich jeweils auf bestimmte Branchen konzentrieren. Anleger sollten diese Organisationen im Blick behalten, da sie über das nötige Durchsetzungsvermögen und die Kompetenz verfügen, um mit internationalen Konzernen auf Augenhöhe zu verhandeln.

Der US-Arbeitsmarkt

Die grösste Volkswirtschaft der Welt hat eine sehr geringe Gewerkschaftsdichte und Tarifabdeckung. Vor dem Hintergrund der Globalisierung mit Druck auf die Lohnkosten durch Importe, der Automatisierung und des Aufstiegs der «Gig Economy» waren die letzten fünfzig Jahre keine gute Zeit für die Arbeiter in den USA. Der Anteil der Arbeitnehmer im verarbeitenden Gewerbe fiel von 22 Prozent im Jahr 1979 auf 9 Prozent im Jahr 2019. Obwohl die Kaufkraft der Arbeiter seit 47 Jahren inflationsbereinigt nicht zugenommen hat, liegt der Anteil der Gewerkschaftsmitglieder laut dem US Bureau of Labor Statistics bei nur 10 Prozent, dem niedrigsten Stand seit Beginn der Datenerhebung im Jahr 1983.

Dazu kam es, weil Gewerkschaftsführer (u.a. Jimmy Hoffa) mangels Kontrolle ihre Macht missbrauchten, was ihren Ruf schädigte. Zudem stand das verarbeitende Gewerbe durch deutsche und japanische Importe unter Druck. Der Tiefpunkt für die Gewerkschaftsbewegung in den USA erfolgte 1981 mit einem Streik der Fluglotsen-Gewerkschaft PATCO, die ein grosszügiges Angebot der neu gewählten Regierung unter Reagan ablehnte und mit trügerischer Siegesgewissheit in den Streik trat. Reagan war ausser sich und entliess die streikenden Fluglotsen, worauf sich das Blatt wendete. Seither ist die Gewerkschaftsdichte rückläufig, zumal den Unternehmen umfassende Möglichkeiten eingeräumt wurden, um gewerkschaftliche Organisationen zu erschweren. Ein besonders wirksames Instrument sind heute die «Right-to-Work»-Gesetze, die eine Verpflichtung zur Gewerkschaftsmitgliedschaft als Voraussetzung für eine Anstellung verhindern. In 27 der 50 US-Bundesstaaten sind «Right-to-Work»-Gesetze in Kraft und decken damit etwas mehr als die Hälfte der Bevölkerung ab. Diese Gesetzgebung hat zu einem Unterbietungswettbewerb zwischen den Bundesstaaten bei den Arbeitskosten geführt. So geht beispielsweise der dramatische Niedergang der Stadt Detroit teilweise zurück auf den Verlust vieler gewerkschaftlich organisierter Stellen in der Automobilindustrie an südliche Bundesstaaten mit «Right-to-Work»-Gesetzen.

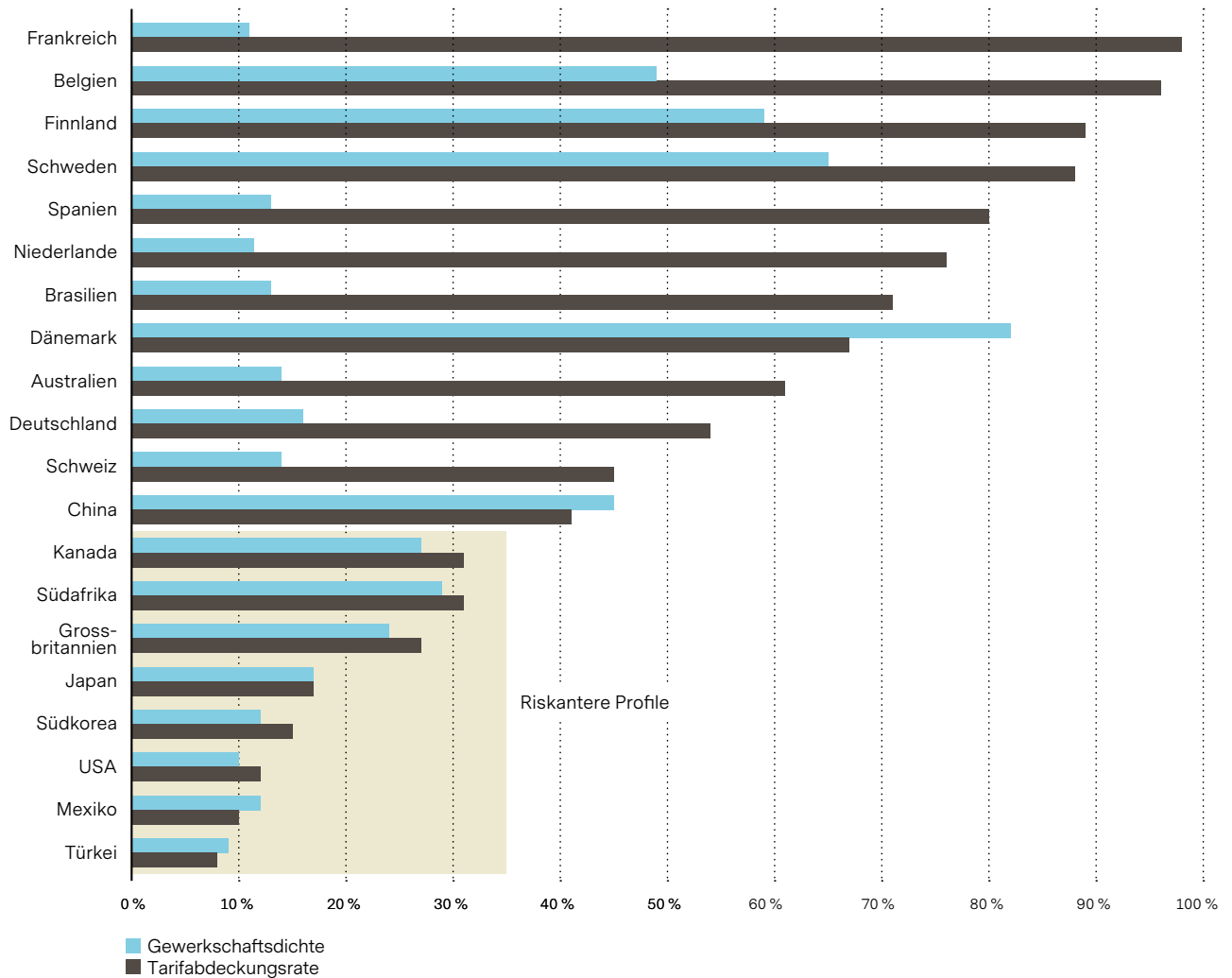
Grafik 1: Eigenkapitalrendite nach Tarifabdeckungsrate (MSCI ACWI)



Quelle: MSCI ESG Research, FactSet. Stand: Januar 2023.

Grafik 2: Tarifabdeckungsrate im Vergleich zur Gewerkschaftsdichte

Tarifgebundene Beschäftigte (%)



Wie können Anleger Warnsignale erkennen? Eine Datenbank, mit der sich Probleme in der Belegschaft rechtzeitig vorhersagen lassen, gibt es nicht. Meldungen über unzufriedene Beschäftigte scheinen die besten Frühindikatoren zu sein. Weitere beachtenswerte Faktoren sind ein hoher Lohnkostenanteil an den Herstellungskosten sowie eine zu geringe Preissetzungsmacht der Unternehmen, um Kostensteigerungen weitergeben zu können.

Arbeitnehmer und Arbeitgeber haben beide ein Interesse, einen gerechten Ausgleich zwischen Rechten und Pflichten zu finden. Aus Anlegersicht sind Unternehmen im Vorteil, welche die Zufriedenheit ihrer Beschäftigten ohne gewerkschaftlichen Druck sicherstellen, da so Arbeitskämpfe vermieden werden. Unternehmen ohne Möglichkeit zur Weitergabe von Kosten können durch Gründung oder Erstarken einer Gewerkschaft jedoch an Wert verlieren. Da die Arbeitsmodelle sich dramatisch

verändern werden und die zentrale Rolle von Löhnen für das Wirtschaftswachstum zusehends erkannt wird, können Anleger den Faktor Arbeit nicht länger als einen Aufwandsposten unter vielen betrachten. Investoren müssen daher neue Entwicklungen im Auge behalten: Der Faktor Arbeit ist entscheidend und entwickelt sich weiter.

Dieser Artikel ist eine gekürzte Fassung des Originaltextes. Lesen Sie den ganzen Artikel hier.
am.vontobel.com/de/insights/unions-101-a-review-of-current-labor-risks

Kurs halten bei Anleihen



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Die Renditen und Spreads sind jüngst gestiegen. Denn publizierte Daten deuteten an, dass der Weg zum Inflationsziel lang und holprig sein könnte. Auch die Anleger halten eine harte Landung inzwischen für weniger wahrscheinlich.

Gegenüber Anleihen bleiben wir insgesamt neutral. In Staatsanleihen und in Schwellenländeranleihen in Hartwährung sind wir übergewichtet, gegenüber Investment-Grade-Unternehmensanleihen neutral und in Hochzinsanleihen untergewichtet. Die Renditen von Staatsanleihen hängen weiterhin stark von den Signalen der US-Notenbank Fed ab, spiegeln aber bereits weniger Konjunkturdynamik und deutlich niedrigere langfristige Inflationserwartungen. Die inverse US-Zinskurve deutet auf ein höheres Rezessionsrisiko und eine weltweit rückläufige Nachfrage hin. Der Renditeunterschied zwischen 3-monatigen Treasury Bills und 10-jährigen US-Staatsanleihen rutschte im Oktober erstmals ins Minus. Der Renditeunterschied zwischen 2- und 10-jährigen Staatsanleihen war schon vorher negativ. Die inverse Zinskurve zeugt von der Furcht der Anleger vor Zinserhöhungen der Fed, mit denen eine Rezession wahrscheinlicher würde. Die Renditen kurzfristiger Anleihen dürften nicht nachhaltig sinken, sofern die Wachstumsdynamik nicht weiter

nachlässt. Die Spreads von Unternehmensanleihen haben sich so stark verengt, dass sie nicht mehr ausreichend Schutz gegen die nachlassende Wachstumsdynamik bieten. Die Frühindikatoren der Wirtschaftsentwicklung widersprechen der jüngsten Wertentwicklung von Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen. Denn die Fed hält die Zügel straff, um Nachfrage und Inflation zu bremsen. Eine restriktive Geldpolitik belastet normalerweise die Renditen von Unternehmensanleihen.

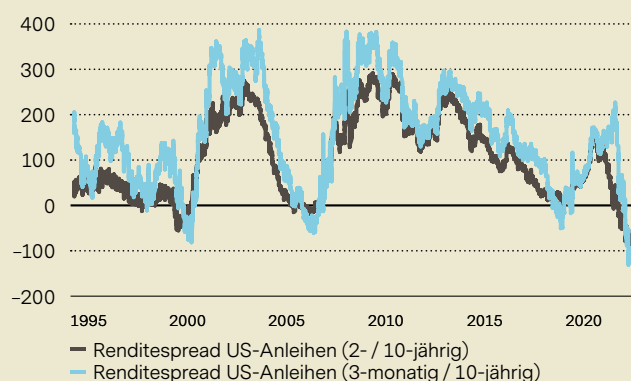
Strengere Kreditvergabe-Konditionen sprechen für höhere Spreads

Unattraktive Bewertungen, mehr zyklische Risiken für die Unternehmensgewinne und damit einhergehend auch mehr mögliche Rating-Herabstufungen und Zahlungsausfälle begründen unser Untergewicht in Hochzinsanleihen. Ein Grund zur Sorge ist der jüngste «Senior Loan Officer Survey on Bank Lending Practices» der Fed, aus dem hervorgeht, dass die Banken inzwischen strengere Kreditvergabe-Bedingungen stellen. Dies erschwert einigen Unternehmen den Zugang zu Gewerbe- und Industriekrediten, wodurch die Renditen und Spreads steigen könnten. Strengere Kreditvergabe-Bedingungen gingen in der Vergangenheit jeweils mit höheren Spreads einher (siehe Grafik 2). Gewerbe- und Industriekredite dienen im Bedarfsfall der Sofortfinanzierung. Ohne sie könnten Firmen in Not geraten, bestehende Schulden zu bedienen.

Die Bewertungen von Schwellenländeranleihen sind inzwischen wieder attraktiv, wobei die Breakeven-Spreads einen gewissen Schutz bieten. Dank der ungewöhnlichen Kombination von hohen Renditen, attraktiven Bewertungen und einem günstigeren globalen Umfeld für Anleihen generell stehen die Aussichten für Schwellenländerpapiere besser.

Grafik 1: Staatsanleihen-Renditen spiegeln die schwächere Konjunkturdynamik bereits

In Basispunkten

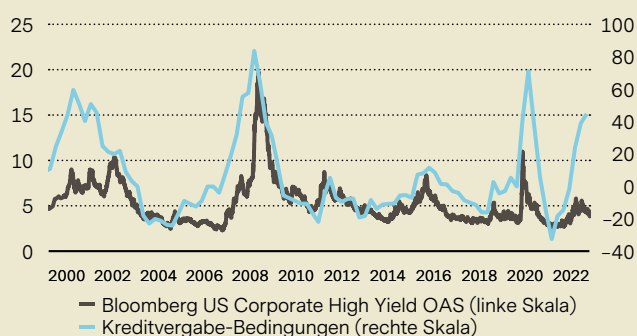


Quelle: Bloomberg, Vontobel

Grafik 2: Strengere Kreditvergabe-Bedingungen sprechen für höhere Spreads

Spread in Basispunkten

In %



Quelle: Bloomberg, Vontobel

«Should I Stay or Should I Go» – Zeit zu verschnaufen



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

«Soll ich bleiben oder gehen?» Diese Frage stellte die britische Punkrock-Band The Clash in ihrem 1981 herausgebrachten Kult-Song. Dies war gut ein Jahr nachdem die Inflation der Konsumentenpreise in den USA im März 1980 ihren Höchststand von über 14 Prozent erreicht hatte. In diesem Zeitraum stieg der S&P 500, absolut gesehen, um mehr als 30 Prozent. Eine ähnliche Entwicklung haben wir beobachten können, seit die US-Inflation im Spätsommer 2022 ihren Höhepunkt hinter sich liess. Ist es jetzt an der Zeit, «zu gehen» und Gewinne mitzunehmen?

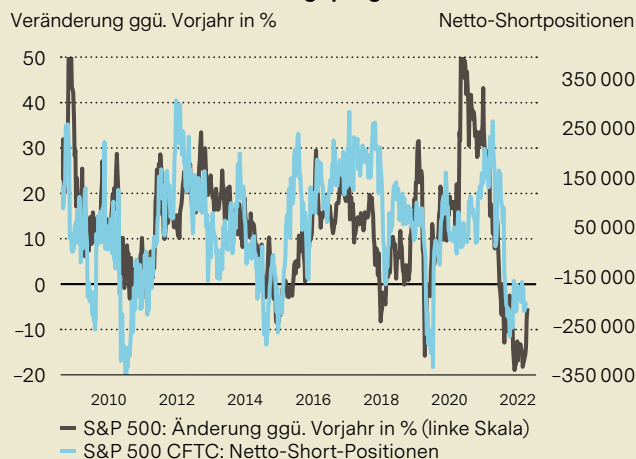
Die Aktienmärkte zogen seit Ende September 2022 kräftig an dank einer Reihe positiver Faktoren. Dazu gehörten die Anzeichen einer abflauenden Inflation in den USA und Europa, ein schwächerer US-Dollar, die Wiederöffnung der Wirtschaft Chinas, weniger Lieferketten-Engpässe, über Erwarten gute Konjunkturdaten, sinkende Energiepreise dank dem unerwartet milden Winter in Europa und nicht zuletzt eine in Summe leicht gestiegene Zentralbanken-Liquidität. Diese Faktoren machten eine weiche Landung statt der weitherum befürchteten schweren Rezession wahrscheinlicher, was wiederum die Anlegerstimmung hob. Dass diese zum

Jahreswechsel vorwiegend negativ war, liess sich an den Short-Positionen bei Aktien ablesen (siehe Grafik 1).

Anfang Januar setzte eine merkliche Rotation hin zu (früh-) zyklischen und wachstumsorientierten Sektoren wie Technologie, zyklische Konsumgüter und Industrie ein, angetrieben durch die sinkenden Renditen und den überraschend weniger restriktiven Ton der Fed auf ihrer Februar-Sitzung. Dabei schnitten die Anlagestile Growth, Quality und Small Size besser ab als Value, Yield und Momentum, was europäischen und US-Aktien zugutekam, gefolgt von Schwellenländer-Titeln (siehe Grafik 2). Die Unternehmensgewinn-Prognosen für 2023–24 tendierten seit September weiter nach unten, obwohl der Auftakt in die Berichtssaison und der Ausblick für 2023 eher ermutigten. Ohne fundamental wirklich abgestützt zu sein, führte dies unweigerlich zu einer deutlichen Bewertungskorrektur an den meisten Märkten.

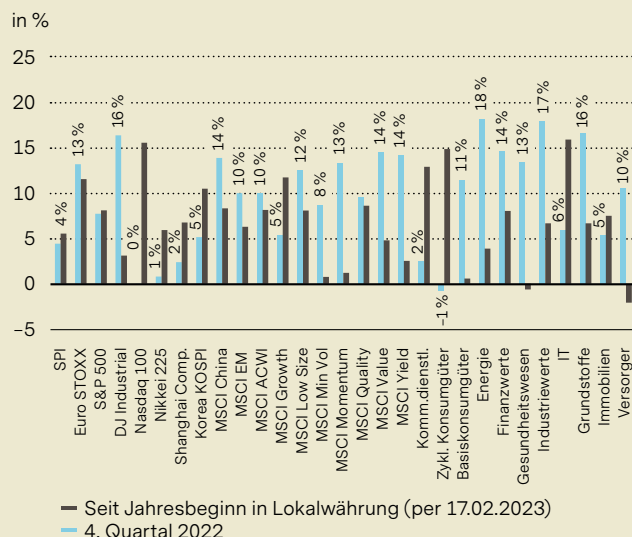
Einerseits bleiben die technischen Indikatoren für die Aktienmärkte vorderhand eher günstig, andererseits ist eine weitere Abschwächung des Wirtschaftswachstums zu erwarten. Dies dürfte sowohl die Unternehmensgewinne als auch die Stimmung der Anleger belasten und zu volatilen Aktienmärkten führen. Daher sind wir vorläufig eher im Lager derer, die «gehen». Denn wir sind immer noch vorsichtig gestimmt gegenüber der weiteren Entwicklung der Weltwirtschaft, da wir eine Rezession in den USA für wahrscheinlich halten und mit einer verzögerten Lockerung der Fed-Geldpolitik rechnen. In einem taktischen Schritt nehmen wir nun einen Teil der Gewinne aus dem Ende September implementierten Übergewicht in Aktien mit und setzen dieses auf neutral zurück.

Grafik 1: Short-Positionen nur in Europas Schulden- und der Weltfinanzkrise so ausgeprägt wie Ende 2022



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 2: Technologielastiger Nasdaq legt den besten Jahresstart seit 20 Jahren hin



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Ausblick für Öl: kurzfristig Gegenwind, langfristig Rückenwind



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Am Ölmarkt herrschte in den letzten zwei Jahren gutes Wetter. Nach dem pandemiebedingten Einbruch im Jahr 2020, als der Ölpreis weit ins Minus abgesackt war auf bis zu -37 US-Dollar pro Fass, erholte er sich bis Ende 2021 wieder auf 75 US-Dollar und stieg 2022 zeitweise sogar auf über 120 US-Dollar. Seit einigen Monaten ziehen nun aber vermehrt Wolken auf am Horizont.

Gegenwind wegen Rezessionsangst, hoher Lagerbestände und russischer Produktion

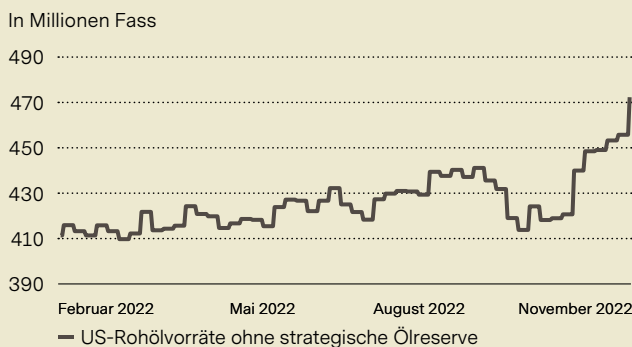
Nebst anhaltenden Rezessionsängsten belasten auch gut gefüllte Öllager die Preise des schwarzen Goldes. China verfügt nach Jahren der strikten Null-Covid-Politik derzeit über ausreichend Reserven. In den USA sind die Lagerbestände ebenfalls hoch. Die US-Regierung hat kürzlich angekündigt, weitere 26 Millionen Fass aus ihrer strategischen Ölreserve («Strategic Petroleum Reserve») freizugeben. Auch die übrigen Ölvorräte in den USA sind deutlich gestiegen (siehe Grafik 1).

Weiterer Gegenwind dürfte aus Russland wehen. Entgegen allen Erwartungen sank die russische Ölproduktion letztes Jahr nicht, sondern stieg um ganze 2 Prozent (auf 535 Millionen Tonnen bzw. 10,7 Millionen Fass pro Tag). Während die westlichen Länder russisches Öl der Sorte Ural mieden, nutzten Indien und China den kräftigen Preisrückgang und kauften zu. Infolge des Preisdeckels und der Sanktionen sanken die Einnahmen Russlands mit Öl und Gas erheblich. Vor diesem Hintergrund macht die kürzlich angekündigte Produktionskürzung um 500 000 Fass pro Tag Sinn, denn eine Angebotsverknappung dürfte die Ölpreise nach oben treiben.

Investitionszurückhaltung sollte Ölpreise längerfristig stützen

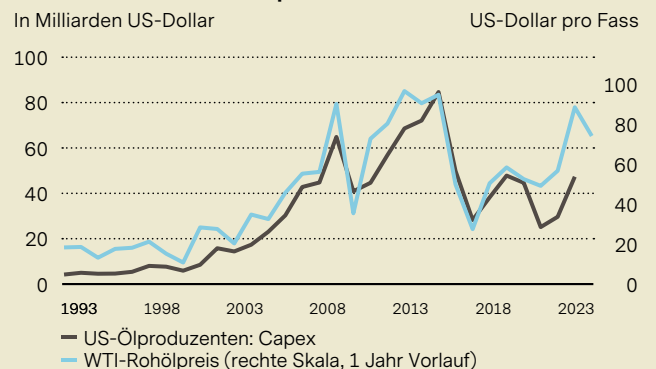
Trotz des kurzfristigen Gegenwindes bleibt der längerfristige Ausblick für Öl positiv. Obwohl die grossen Ölkonzerne ihre Gewinne im vergangenen Jahr mehr als verdoppelten (auf 219 Milliarden US-Dollar), scheinen sie zurückhaltend bei Investitionen in neue Produktionskapazitäten angesichts der strengeren Regulierung und anderer Faktoren (siehe Grafik 2). Dafür halten sie die Anleger mit üppigen Dividenden und Aktienrückkaufprogrammen bei Laune. Die jahrelange Investitionszurückhaltung im Sektor dürfte somit fortauern und könnte den Ölpreisen langfristig Rückenwind verleihen.

Grafik 1: US-Ölvorräte jüngst stark gestiegen



Quelle: US-Energieministerium, Vontobel
Stand: 17. Februar 2023

Grafik 2: Capex-Wachstum dürfte gedämpft bleiben, da Firmen derzeit lieber Kapital an Aktionäre zurückzahlen



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel
Stand: 17. Februar 2023

Worauf beruht die US-Dollar-Hausse?



— Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Der US-Dollar erholt sich in aller Ruhe weiter von seinem seit Oktober erlittenen Wertzerfall. Grund dafür ist sicherlich die Neueinschätzung des Zinszyklus der US-Notenbank Fed, wobei die Mehrheit davon ausgeht, dass die Zinsen noch länger hoch bleiben. Wie aber sieht der grundlegende Trend aus?

Wegen des weiterhin restriktiven Kurses der US-Notenbank Fed gehen die meisten Anleger nun davon aus, dass die US-Zinsen länger hoch bleiben werden, als sie bisher annahmen. Die entschlossene Rhetorik der Europäischen Zentralbank (EZB) ist den Renditen im Euro zuträglich. Aber der Renditeunterschied zwischen dem Euro und dem US-Dollar hat sich verringert. Dies macht die US-Währung nach der renditebedingten Hausse der vergangenen drei Monate schwankungsanfällig.

Die Finanzmärkte sind empfänglich für die restriktiven Fed-Signale und passen sich dem Fed-Zyklus an, weil die US-Konjunktur- und Inflationsdaten über Erwarten gut ausfallen. Wir vermuten, dass die aktuelle Dollar-Hausse die Korrektur hin zu einem grundlegenden Baisse-Trend im Jahr 2023 ist.

Mangels Klarheit über die entscheidenden Einflussgrößen erwarten wir, dass sich der US-Dollar-Index in den kommenden Wochen seitwärts bewegen wird, wobei wir eine Abschwächung für wahrscheinlicher halten als eine nachhaltige Aufwärtsbewegung. Für Letzteres müsste sich der globale makroökonomische Ausblick wesentlich verschlechtern.

Und der Euro?

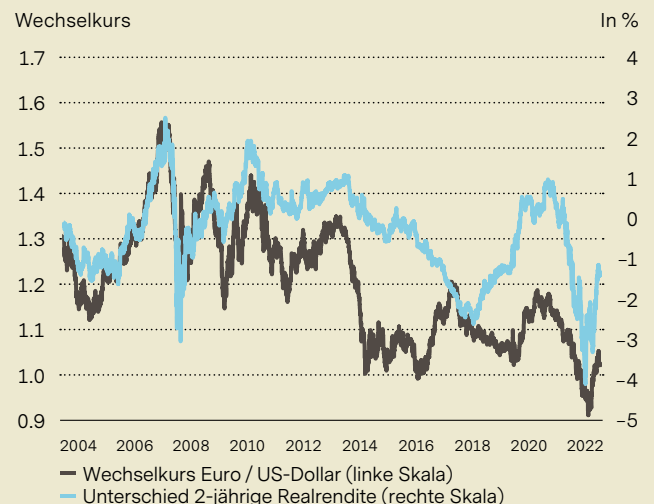
Der Euro hat an Wert gewonnen, da die Wirtschaft des Euroraums die Energiekrise viel glimpflicher überstanden hat als weitherum befürchtet, und weil diese Gefahr jetzt gebannt ist. Jüngst hat sich der Euro gefestigt. Die EZB bestätigte bei ihrer letzten Sitzung, sie werde mit kräftigen Zinsanhebungen in unverändertem Tempo fortfahren. Hinkte sie nach der Pandemie der Fed vorerst hinterher, ist auch sie inzwischen entschlossen, die Inflation durch Zinserhöhungen unter Kontrolle zu bringen. Dies gereicht dem Euro unter dem Strich zum Vorteil gegenüber dem US-Dollar.

Grafik 1: US-Dollar machte einen Teil des Wertzerfalls seit Oktober wieder wett



Quelle: Bloomberg, DB, Vontobel

Grafik 2: Renditeunterschied stützt den Euro weiterhin



Quelle: Bloomberg, DB, Vontobel

Konjunktur und Finanzmärkte 2021 – 2024

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

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

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

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR	-0,50	2,00	2,50	3,33	3,21
USD	0,25	4,50	4,75	5,10	4,30
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,09	-0,08
GBP	0,25	3,50	4,00	4,25	3,95
CHF	-0,75	1,00	1,00	1,48	1,45
AUD	0,10	3,10	3,35	3,65	3,45
CNY	3,80	3,65	4,35	4,30	4,25

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR (Deutschland)	-0,2	2,6	2,45	2,34	1,97
USD	1,5	3,9	3,81	3,62	3,29
JPY	0,1	0,4	0,51	0,61	0,60
GBP	1,0	3,7	3,49	3,30	3,01
CHF	-0,1	1,6	1,45	1,53	1,51
AUD	1,7	4,1	3,81	3,67	3,31

WECHSELKURSE	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS ENDE 2024
CHF je EUR	1,04	0,99	0,99	1,00	1,01
CHF je USD	0,91	0,94	0,92	0,92	0,92
CHF je 100 JPY	0,79	0,72	0,69	0,72	0,74
CHF je GBP	1,23	1,12	1,11	1,13	1,15
USD je EUR	1,14	1,06	1,07	1,09	1,12
JPY je USD	115	130	134	127	124
USD je AUD	0,73	0,67	0,69	0,71	0,73
GBP je EUR	0,84	0,88	0,89	0,89	0,89
CNY je USD	6,37	6,91	6,86	6,75	6,60

ROHSTOFFE	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
Brent-Rohöl, USD je Barrel	79	86	88	88	93
Gold, USD je Feinunze	1829	1824	1845	1839	1873
Kupfer, USD je Tonne	9720	8372	8988	8525	9163

¹ Neuste verfügbare Quartalsdaten

² Neuste verfügbare Monatsdaten, G20-Daten nur vierteljährlich

Quelle: Vontobel, jeweilige Statistikämter und Zentralbanken, Stand: 23. Januar 2023

Offenlegungen und Disclaimer

1. Analystenbestätigung

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

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

Bewertungsgrundlagen und -methoden

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

2. Disclaimer und Quellenangabe

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

18 Rechtliche Hinweise

3. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

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

Informationen für Kunden aus Deutschland

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

Additional information for US institutional clients

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

Additional information for UK clients

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

Information for Italian investors

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

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

