

Vontobel

Investors' Outlook

Auf Stabilität bedacht

November 2023



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Gute, schlechte und schlimme Nachrichten

6 Markt-Highlights

Die Lage in Nahost

8 Viewpoint

Der Qualitätskompass

12 Anlageklassen im Fokus

16 Prognosen



Herausgeber

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Redaktion

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

Autoren*

JP Britz,
Portfolio Manager, Multi-Asset Strategy,
Vontobel
Stefan Eppenberger,
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel
Frank Häusler,
Chief Investment Strategist,
Vontobel
Michaela Huber,
Cross-Asset Strategist,
Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income and FX Strategist,
Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel
Dan Scott,
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Erscheinungsweise

Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe Dezember 2023)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

8. November 2023

Bemerkungen

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

Auf Stabilität bedacht



Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Geschätzte Leserschaft

Anfang Oktober zog der jüngste heftige Flächenbrand in Nahost die Aufmerksamkeit der ganzen Welt auf sich, begleitet von Betroffenheit über immer mehr Todesopfer und Angst vor einer Ausweitung des Konflikts auf die gesamte Region.

Als Folge suchen die Investoren vermehrt Zuflucht in Anlagen, die als sichere Häfen gelten, wie Gold oder der US-Dollar. Indessen haftet das Augenmerk der Finanzwelt auf dem Ölpreis und der Inflation, die erneut aufflammen könnte. Wir teilen diese Einschätzung und behalten deshalb unsere vorsichtige Portfolio-Positionierung bei. Bevor wir weitere Anlageentscheide fällen, beobachten wir nicht nur die geopolitische Lage intensiv, sondern erwägen auch die negativen Folgen der aktuell erschwerten finanziellen Bedingungen für die Wirtschaft. Wir müssen das gesamtwirtschaftliche Umfeld miteinbeziehen.

Viele Investoren stellten widersprüchliche Signale fest beim Versuch, den Zustand der US-Wirtschaft einzuschätzen. Diese erwies sich bislang als robust und trotzte dem Abschwung. Einige Unternehmen, vor allem solche mit Bezug zum Konsum, übertrafen mit ihren Geschäftsergebnissen die Erwartungen und korrigierten ihre Prognosen nach oben. Demgegenüber häufen sich die Fälle zahlungsunfähiger Unternehmensschuldner und privater Kreditnehmer im Zahlungsverzug. Inzwischen machen die Zinserhöhungen dem Immobilienmarkt zu schaffen, doch dem Arbeitsmarkt und den Konsumenten scheinen sie nach wie vor nichts anzuhaben. Solange publizierte Daten zur US-Wirtschaft deren anhaltende Stärke untermauern, wird das Thema Leitzins-Senkungen verdrängt. Somit dürften die Renditen von Staatsanleihen auf ihrem hohen Niveau verharren.

Ob der unterschiedlichen Signale sind die Anleger hin- und hergerissen zwischen Hoffnung und Angst. Die Optimisten erwarten eine kurze, schwache Rezession, welche bei günstigen Kursen interessanten Anlagemöglichkeiten eröffnen könnte. Die Pessimisten wännen sich im Auge des Wirbelsturms und befürchten, dass alles nur noch schlimmer wird. Wir halten an unserem Szenario einer bevorstehenden Rezession fest und finden es in jedem Fall zu früh, in unserem Portfolio etwas zu ändern.

Das laufende Jahr war erneut bitter für den Anleihemarkt. Doch bevor es zu Ende geht, stellt sich jetzt die Frage, ob die Renditen ihren Höchststand erreicht haben. Die milliardenschweren Investoren Bill Ackman und Bill Gross zumindest verwarfen jüngst – sich auf die Konjunkturverlangsamung bzw. die erwartete Rezession berufend – ihre negative Sicht auf Anleihen.

Im vorliegenden «Investors' Outlook» nehmen wir Stellung zum Nahost-Konflikt und dessen Bedeutung für Anleger, zeigen Ihnen unsere in Qualität verwurzelte Anlagephilosophie auf und teilen unsere Einschätzung für Gold mit Ihnen.

Wir bleiben umsichtig, jederzeit bereit, unser Portfolio den Märkten anzupassen, die gegenwärtig sehr dynamisch sind angesichts der konjunkturellen und geopolitischen Unsicherheit.

→ Webcast

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



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Gute, schlechte und schlimme Nachrichten

Der Oktober liesse sich zusammenfassen als ein Monat guter Nachrichten mit schlechtem Ausgang, gefolgt von schlimmen Nachrichten. Zu den guten Nachrichten zählten der Bericht zum US-Arbeitsmarkt und der ISM-Einkaufsmanagerindex. Obwohl ersterer die Erwartungen weit übertraf und letzterer sich der Wachstumszone nähert, schürten beide Befürchtungen, dass die US-Notenbank das hohe Leitzins-Niveau länger beibehalten oder gar weiter anheben könnte. Als schlimme Nachricht folgte der unerwartete Ausbruch des Konflikts in Israel.

Beginnen wir mit den guten Nachrichten, die sich als schlechte entpuppten. Infolge der positiven Wirtschaftsdaten stiegen die Renditen zehn- und 30-jähriger US-Staatsanleihen auf über 5%, den höchsten Stand seit der globalen Finanzkrise. Dies könnte sich bald als Problem erweisen, da steigende Anleihenrenditen höhere Finanzierungskosten für Unternehmen und Regierungen mit sich bringen. In der Vergangenheit ging dann jeweils etwas zu Bruch, wie beim Börsencrash von 1987, dem Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000 oder den «Taper Tantrum»-Turbulenzen von 2013, als die US-Notenbank ihre quantitative Lockerung zurückfuhr. Was genau

zerbricht, und wann, ist allerdings schwierig vorherzusagen.

Die US-Notenbank Fed scheint sich dessen voll bewusst zu sein. Ihr Vorsitzender Jerome Powell verwies auf «eine Reihe sowohl alter als auch neuer Unsicherheiten», welche die Aufgabe der Fed «erschweren». In ihrer November-Sitzung belies sie den Leitzins unverändert. Wir gehen davon aus, dass sie ihn senken wird, sobald die US-Wirtschaft langsamer wächst, voraussichtlich in der ersten Jahreshälfte 2024.

Der Ausbruch des Nahost-Konflikts verstärkte die Sorgen der Investoren im Energiebereich: Bisher drohten aufgrund reduzierter Öl-Fördermengen Versorgungsengpässe, nun besteht Angst vor einer Ölkrise wie jene der 1970er Jahre. Bleibt der Konflikt begrenzt, dürfte er sich nach unserer Einschätzung nur moderat auf den Ölpreis auswirken. Weitet er sich aber aus, ist ein massiver Öl-Schock nicht ausgeschlossen.

Die Details unserer Asset Allocation finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität			→			Wir behalten vorläufig unsere neutrale Positionierung in Liquidität bei, beobachten aber die seit Ende Juli andauernde Marktkonsolidierung. Wir sind jederzeit bereit, Chancen zu nutzen, die sich ergeben.
2 Anleihen			→			Auch für Anleihen bleiben wir neutral und halten an unseren Einschätzungen für alle Sub-Anlageklassen fest. Der schon länger schwelende Ausverkauf am Anleihenmarkt gewann Anfang Oktober an Dynamik. Dies geht primär zurück auf gute Nachrichten mit schlechtem Ausgang, etwa der äusserst positive Monatsbericht zum US-Arbeitsmarkt oder der Umsatz im Detailhandel. Wir erwarten, dass die US-Notenbank Fed im ersten Halbjahr 2024 eine erste Leitzins-Senkung vornehmen wird. Wenn die Wirtschaft abkühlt, sollte die Inflation sinken – und schon bald werden die Investoren die derzeitigen Zinssätze zu hoch finden.
3 Aktien			→			Für Aktien bleiben wir ebenfalls neutral. Ihre aktuellen Bewertungen sind hoch, ihre Risikoprämien unattraktiv, und die Zentralbanken ziehen Liquidität aus dem System ab, was normalerweise den Aktienmärkten nicht förderlich ist. Wir finden auch die Analysten-Schätzungen etwas zu optimistisch, vor allem für Aktien der Eurozone, wo wir stark untergewichtet bleiben. Bei der laufenden Berichterstattung der Unternehmen zum dritten Quartal schnitten europäische Unternehmen bisher schlechter ab als ihre Konkurrenten in den USA und Japan. Die Eurozone könnte zum Kandidaten für Heraufstufungen werden, sobald die Aktienkurse eine Rezession einpreisen. In Aktien der USA und der Schweiz, zwei defensiven und widerstandsfähigen Märkten mit guter Gewinnvisibilität, bleiben wir übergewichtet.
4 Gold				→		Für Gold bleiben wir weiterhin optimistisch. Die tragischen Ereignisse in Nahost, die Anfang Oktober begannen, lösten hohe Volatilität aus. Dies unterstreicht einmal mehr, dass Gold im Portfolio wichtig ist. Das Edelmetall dürfte auch vom Ausverkauf bei Staatsanleihen profitiert haben. Somit könnte es für einige Anleger als Zufluchtsort attraktiver geworden sein. Es kann als Absicherung gegen die nach wie vor erhöhte geopolitische Unsicherheit und gegen das Risiko der Inflation dienen, die stärker als erwartet steigt.
5 Rohstoffe			→			Bei Rohstoffen lag vor dem Hintergrund des Nahost-Konflikts das Augenmerk der Anleger auf dem Energie-Sektor. Die künftige Rohstoff-Entwicklung hängt stark davon ab, ob sich der Konflikt auf die grössere Region ausweitet. Abgesehen vom Ölpreis finden wir die Aussichten für andere Bereiche des Rohstoff-Sektors nicht sonderlich interessant. Industriemetalle zum Beispiel leiden weiterhin unter der schwachen weltweiten Fertigungsindustrie und der Krise des chinesischen Immobiliensektors. All dies gepaart mit unserem makroökonomischen Basisszenario einer Rezession spricht für eine neutrale Positionierung bei Rohstoffen.
6 Alternative Strategien			→			Für alternative Strategien sind wir insgesamt nach wie vor neutral. Für alternative Fonds bleiben wir negativ, weshalb wir Hedge-Fonds weiterhin leicht untergewichten. Für Immobilien bleiben wir neutral.

Die Lage in Nahost

Seit Anfang Oktober beherrscht der Israel-Hamas-Konflikt die Schlagzeilen. Ihn aus Anlegerperspektive zu beleuchten, scheint angesichts seiner tragischen humanitären Folgen fehl am Platz. Unseres Erachtens ist aber gerade auch in unruhigen Zeiten eine sachliche Analyse unabdingbar, um fundierte Anlageentscheide treffen zu können. Dass der Konflikt sich ausweiten oder weiter eskalieren könnte, beunruhigt viele Investoren. Deshalb werfen wir einen Blick auf die wichtigsten Einflussfaktoren.



Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Als die Anleger zunächst versuchten, die Situation einzuschätzen und sich einen Überblick über die Marktreaktion zu verschaffen, galt ihre grösste Aufmerksamkeit dem Öl. Die Anleger befürchteten, Öl würde massiv teurer. Der Preis der Sorte Brent liegt inzwischen aber wieder auf demselben Niveau wie vor der Eskalation des Konflikts. Laut der amerikanischen Energy Information Administration (EIA) macht Israels Anteil an der globalen Ölproduktion weniger als 1 % aus (verglichen mit über 20 % im Fall der USA und über 11 % im Fall Saudi-Arabiens). Um zu verstehen, weshalb sich Investoren dennoch über eine Ausweitung des Konflikts Sorgen machen, genügt ein Blick auf die Strasse von Hormus. Sie verbindet den Persischen Golf mit dem Golf von Oman und dem Arabischen Meer und verläuft zwischen dem Iran im Norden und der Arabischen Halbinsel im Süden. Täglich passiert fast ein Fünftel der weltweiten Ölversorgung diesen Durchgang. Falls der Konflikt auf andere Regionen übergreift und die Strasse von Hormus, wenn auch nur temporär, blockiert wird, hätte dies erhebliche Auswirkungen auf die globale Ölversorgung.

Die Anleger beobachten auch den Iran, welcher als Unterstützer der Hamas gilt und ausserdem Beziehungen zur Hisbollah im Libanon unterhält.¹ Zu Beginn des Konflikts beschränkte sich der Iran darauf, Israel zur Einstellung seiner Militäraktion aufzufordern, doch zuletzt schlug der Aussenminister einen harscheren Ton an. Er richtete Kommentare an die USA, warnte vor Mehrfach-Fronten und rief die Mitglieder der Organisation für Islamische Zusammenarbeit dazu auf, ein Öl-Embargo und andere Sanktionen gegen Israel zu verhängen.

Saudi-Arabien, das sich seit einiger Zeit bemüht, seine Binnenwirtschaft zu diversifizieren und ausländische Investoren anzulocken, unterbrach die Gespräche über eine Normalisierung der Beziehungen zu Israel vorerst und forderte das Land auf, seine Militäraktion einzustellen. Wenngleich Saudi-Arabien kaum an einem eskalierenden Konflikt interessiert sein dürfte, verurteilte es den Angriff auf Israel nicht direkt.

Was spricht gegen eine Eskalation?

Wie sich die Situation entwickeln wird, ist schwierig vorherzusagen, da viele verschiedene Interessengruppen zum Teil widersprüchliche Absichten hegen. Dennoch besteht Hoffnung, dass der Konflikt regional begrenzt bleibt. Anders als in den 1970er Jahren, als arabische Mitglieder der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) ein Öl-Embargo gegen die USA verhängten (Grafik 1), halten sich die heutigen Staats- und Regierungschefs – zumindest vorläufig – zurück.

Des Weiteren liegt eine Eskalation nicht im politischen Interesse der USA, da ein Ölpreis-Schock die Zustimmungsraten von Joe Biden im Vorfeld der nächsten Präsidentschaftswahlen beeinträchtigen könnte (Grafik 2).

Inwiefern könnten die Spannungen zunehmen?

Israel erklärte den Krieg und mobilisierte rund 360 000 Reservisten. Zusammen mit den aktiven Truppen sind dies 5,4 % der Bevölkerung – deutlich mehr als während des Libanon-Kriegs von 1982 (1,9%), der ersten Intifada, die 1987 ihren Anfang nahm (1,8%), der zweiten Intifada, die 2000 begann (2,8%), des Libanon-Kriegs von 2006 (0,4%) und des Gaza-Kriegs von 2011 (2,3%).² Dies könnte ein Signal sein, dass Israel sich auf einen grösseren, längerfristigen Einsatz vorbereitet.

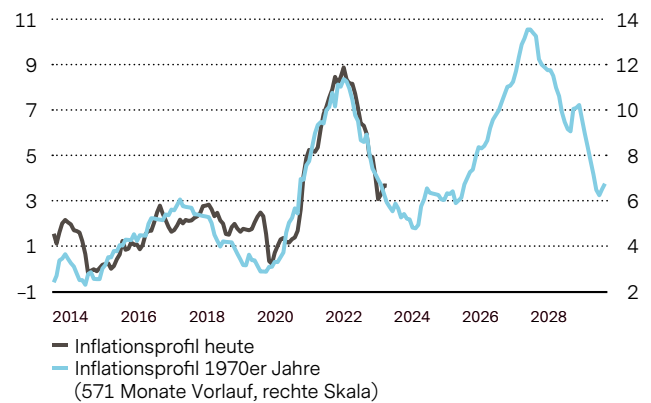
Zu berücksichtigen ist ausserdem das Interesse Russlands. Obwohl kein OPEC-Mitglied im eigentlichen Sinn, nimmt Russland an OPEC-Treffen teil und unterstützte die Entscheidungen der letzten Monate, die Öl-Fördermengen zu kürzen. Aus unserer Sicht besteht die Gefahr, dass Russland seine Ölproduktion weiter drosselt und das Angebot weiter verknappt.

Was bedeutet dies für Anleger?

1. Im aktuellen Umfeld halten wir es für angebracht, defensiv positioniert zu bleiben. Die jüngsten Ereignisse machen eine Rezession – nach wie vor unser Basisszenario – noch wahrscheinlicher (Grafik 3).
2. Anlegern, die aufgrund der aktuellen Situation weniger Risiko vorziehen, bieten Anlagen mit Bezug zu Öl, etwa Aktien von Energieunternehmen, eine sinnvolle Option.
3. Wer einen sicheren Hafen sucht, sollte eher in Gold als in den US-Dollar investieren. Wenn Nahost-Konflikte den Ölpreis befeuern, belastet dies in der Regel den US-Dollar. Öl und US-Dollar bewegen sich normalerweise in entgegengesetzter Richtung zueinander.

Grafik 1: Arabisches Öl-Embargo vor rund 50 Jahren schmerzlich für USA

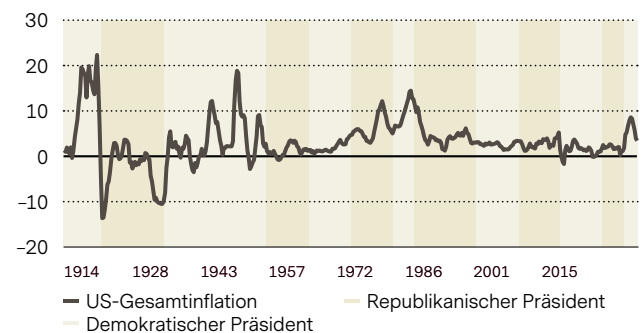
Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: LSEG, Vontobel

Grafik 2: Steigende Inflation: das beste Mittel, Wahlen zu verlieren

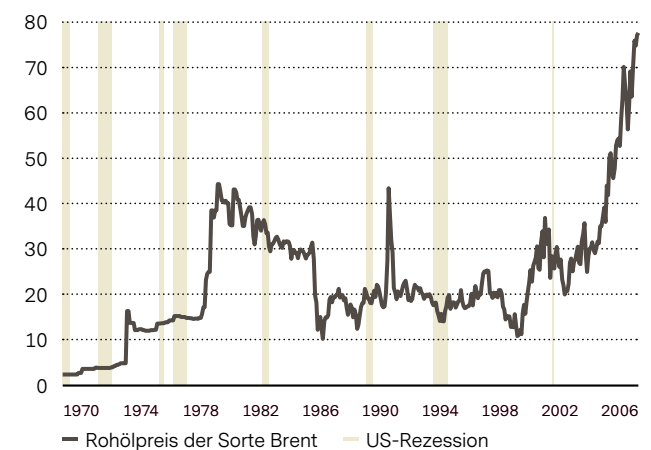
Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: LSEG, Vontobel

Grafik 3: Welt kann teures Öl nicht lang verkraften

US-Dollar pro Barrel



Quelle: LSEG, Vontobel

¹ Der Iran stritt eine Beteiligung an den Angriffen ab. Auch gemäss US-Aussenminister Antony Blinken gibt es «keine Beweise» für eine Beteiligung des Irans.

² Quellen: World Bank, Jewish Virtual Library, Israel Central Bureau of Statistics, International Institute for Strategic Studies, Six Days of War: June 1967 and the Making of the Modern Middle East (Michael Oren), The Yom Kippur War (Abraham Rabinovich)



Der Qualitätskompass

«Es ist weitaus besser, ein wunderbares Unternehmen zu einem fairen Preis zu kaufen als ein faires Unternehmen zu einem wunderbaren Preis.» Warren Buffets berühmtes Zitat aus seinem Brief an die Aktionäre aus dem Jahr 1989 bringt das Wesen des Investierens in Qualität auf den Punkt. Diese Anlagestrategie setzt auf profitable Qualitätsunternehmen mit soliden finanziellen Fundamentaldaten, nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen und dem Potenzial für anhaltendes Gewinnwachstum.



—
JP Britz
 Portfolio Manager,
 Multi-Asset Strategy,
 Vontobel

Die Weltwirtschaft befindet sich nach einem Jahrzehnt soliden Wachstums in einem für Inflation und geopolitische Risiken anfälligen Zustand. Die Zeit während und nach der Pandemie, der Krieg in der Ukraine und der neueste Konflikt in Nahost haben dies verdeutlicht. Die unsicheren Marktbedingungen dürften unserer Meinung nach anhalten. Deshalb sind wir überzeugt, dass jetzt das goldene Zeitalter des Investierens in Qualität beginnt.

Es kann dauern, bis sich konjunkturelle Unsicherheit in den Unternehmensgewinnen niederschlägt. Genau dann kommen die Stabilität und Widerstandskraft zum Tragen, die beim Investieren in Qualität zählen. Daraus erwächst die Chance, Verlustrisiken abzumildern und vom Mehrwert zu profitieren, den grundsätzliche Unternehmen langfristig schaffen können. Investieren in Qualität fokussiert auf Unternehmen mit stabilen Bilanzen, verlässlichen Gewinnen und soliden Cashflows mit dem Ziel, krisenresistente Portfolios aufzubauen, welche die Konjunkturzyklen gut überstehen und attraktive risikoadjustierte Renditen erlangen können.

Aber was bedeutet Investieren in Qualität im Detail, und worin liegt der Unterschied zu den Anlagestrategien «Value» und «Growth»?¹

Qualität verglichen mit «Value» und «Growth»

Es mag logisch und zwingend erscheinen, für Anlageerfolg auf Qualitätsunternehmen zu setzen. Dennoch ist diese besondere Anlagestrategie weniger beliebt und für viele Investoren weniger interessant als die Stile «Value» und «Growth». Nichtsdestotrotz konnte durch Investieren in weltweite Qualitätsunternehmen über Jahrzehnte gesehen eine höhere Rendite erzielt werden als mit globalen «Value»- und «Growth»-Strategien. Langfristig betrachtet und unter Berücksichtigung des Rendite-/Risiko-Verhältnisses ist beim Investieren in Qualität überdies die annualisierte Rendite höher und die annualisierte Standardabweichung kleiner als bei den Strategien «Value» und «Growth» und auch als beim Investieren in den breiten Markt (Grafik 1).

Daher liegt die Frage auf der Hand: Weshalb fristet das Investieren in Qualität ein Mauerblümchen-Dasein? Die Antwort liefern die unterschiedlichen, oft subjektiven Ansichten der Anleger darüber, welche Komponenten beim Investieren in Qualität die Triebfedern für die langfristige Rendite sind. Die Qualitätsindizes von MSCI zum Beispiel, welche auf dieser Anlagestrategie beruhen, berücksichtigen nur die drei Faktoren finanzielle Produktivität, geringe Verschuldung und Stabilität. Wir verwenden ein breiter angelegtes System der Qualitätsbewertung. Es untersucht zusätzliche Faktoren, welche die Methode von MSCI unseres Erachtens nicht ausreichend oder gar nicht berücksichtigt.

Wonach wir suchen

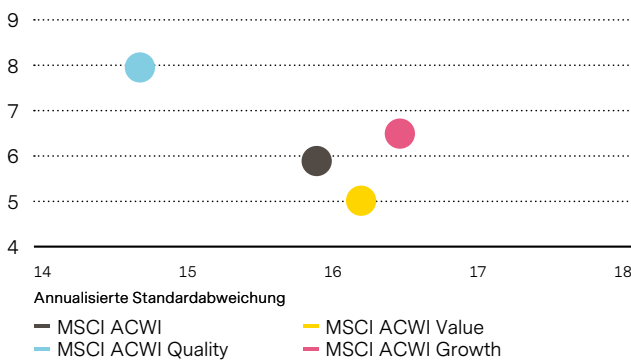
- **Gewinnqualität:** Echte Qualitätsunternehmen sollten ein stetes und nachhaltiges Gewinnwachstum aufweisen, das ihrer starken Marktstellung, ihrem effektiven Management und ihrer Anpassungsfähigkeit an das sich laufend ändernde Marktumfeld entspringt. Sie sollten eine über längere Zeit stabile Gewinnentwicklung nachweisen können und entsprechend weniger anfällig für Gewinnschwankungen sein.
- **Finanzielle Produktivität:** Unternehmen, die Kapital effizient einzusetzen wissen und längerfristig überdurchschnittliche Eigenkapitalrenditen erzielen können, haben oftmals einen Wettbewerbsvorteil gegenüber ihren Konkurrenten. Manchmal unterschätzen die Marktteilnehmer die Beständigkeit dieses Vorteils, was Investitionschancen eröffnet. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass Unternehmen, die eine höhere Rendite auf dem Eigenkapital und auf dem investierten Kapital erzielten, auf Dauer besser abschnitten als die Konkurrenz (Grafik 2).
- **Finanzielle Stabilität:** Unternehmen mit gesunder Bilanz und geringer Verschuldung sind tendenziell weniger anfällig für rückläufige Konjunkturphasen und können Wachstumsmöglichkeiten verfolgen.

¹ Die «Value»-Strategie setzt auf Wertpapiere, deren Preis günstig erscheint im Vergleich zum wahren Wert des zugrundeliegenden Unternehmens. Die «Growth»-Strategie setzt auf Wertpapiere in der Erwartung, dass deren Preis durch erhöhtes Umsatz- und Gewinnwachstum steigen wird.

10 Viewpoint

Grafik 1: Langfristig gesehen schnitten Qualitätsunternehmen besser ab bei weniger Volatilität

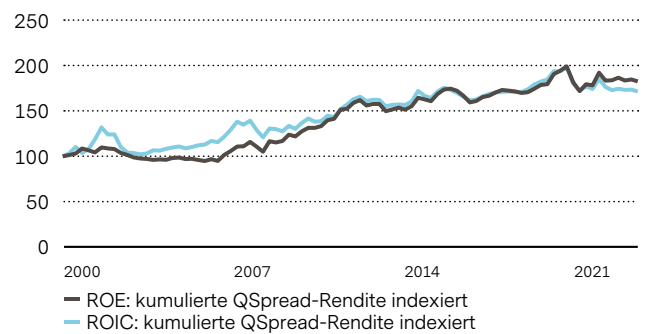
Annualisierte Rendite, in %



Quelle: Bloomberg, MSCI, Vontobel. Daten: 1. Januar 2001 bis 30. Juni 2023

Grafik 2: Genauerer Blick auf die kumulierten Renditen

Kumulierte Rendite, indexiert bei 100



Anmerkung: QSpread ist die Renditedifferenz zwischen dem obersten und dem untersten Quartil (quartalsweise neu gewichtet).

Quelle: Bloomberg, MSCI, Vontobel. Daten: 1. Januar 2001 bis 30. März 2023

- **Freier Cashflow:** Unternehmen mit soliden und steten freien Cashflows können Mittel in ihre Geschäftsaktivitäten reinvestieren, Dividenden ausschütten und strategische Möglichkeiten nutzen. Diese Eigenschaft verleiht ihnen normalerweise Stabilität und stärkt ihre Fähigkeit, Marktunsicherheiten durchzustehen.
- **Wettbewerbsvorteile (hohe Margen):** Unternehmen mit starken Marken, geistigem Eigentum oder einzigartigen Geschäftsmodellen verfügen über dauerhafte Wettbewerbsvorteile, die ihnen aufgrund der Markteintrittsbarrieren erlauben, ihre hohen Gewinnmargen zu halten oder weiter zu steigern.

Vorteilhafte Eigenschaften ...

In der Vergangenheit zeigten sich Qualitätsunternehmen bei rückläufiger Konjunktur tendenziell widerstandsfähig. Starke finanzielle Stabilität, nachhaltige Gewinne und solide Cashflows können ihnen helfen, herausfordernde Marktbedingungen zu meistern. Dadurch sind sie für Konjunkturabschwünge gerüstet, was das Verlustrisiko für Investoren verringert (Grafik 3).

Beim Investieren in Qualität ist die Volatilität typischerweise geringer als bei anderen Investitionsansätzen. Da die Gewinne von Qualitätsunternehmen oftmals weniger ausgeprägt schwanken, bewegen sich meist auch ihre Aktienkurse weniger stark. Diese Stabilität kann den Anlegern das Gefühl von Sicherheit geben, ihre Nervosität bei heftigen Kursausschlägen lindern helfen und sie davon abhalten, angesichts kurzzeitiger Marktvolatili-

tät überstürzte und unausgereifte Anlageentscheidungen zu treffen. Der Fokus auf Unternehmen mit stabilen Gewinnen und soliden Fundamentaldaten kann Vertrauen schaffen und hilft, die langfristige Perspektive zu wahren.

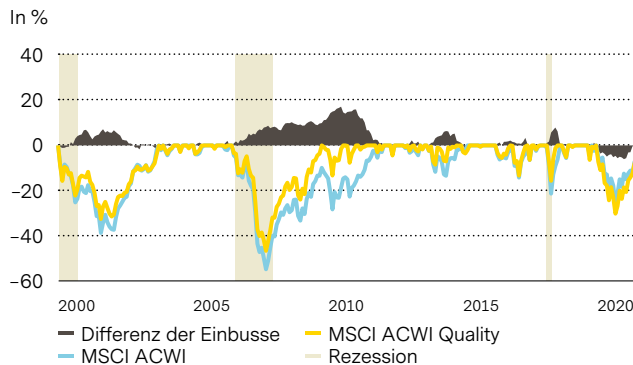
Nebst der geringeren Volatilität können die stabilen und vorhersehbaren freien Cashflows, die für Qualitätsunternehmen typisch sind, die Risikoprämien und somit die Kapitalkosten verringern. Daher sind diese Unternehmen womöglich höher bewertet.

Ihre Wettbewerbsvorteile und ihre Fähigkeit, solide freie Cashflows zu generieren, erlauben ihnen zudem, in Forschung und Entwicklung zu investieren, in neue Märkte vorzustoßen und langfristige Wachstumsmöglichkeiten zu verfolgen. Auf kurze Sicht ist die Marktführerschaft von Qualitätsunternehmen oft nicht augenfällig, doch je länger der betrachtete Zeitraum, desto häufiger sind sie mit ihrer Wertentwicklung überlegen.

... und der Preis dafür

Natürlich gibt es Ausnahmen. Zu beachten gilt, dass kein Anlagestil über alle Konjunkturzyklen hinweg eine überlegene Wertentwicklung garantiert. Unterschiedliche Marktbedingungen mögen unterschiedliche Anlagestrategien bedingen, um besser abzuschneiden. Bei der Wahl der Strategie sollte jeder Investor seine persönliche Risikotoleranz, seine Anlageziele und seinen Anlagehorizont berücksichtigen.

Grafik 3: Qualitätsunternehmen büssten bei rückläufiger Konjunktur jeweils weniger ein als der breite Markt



Quelle: Bloomberg, MSCI, Vontobel. Daten: 1. Januar 2001 bis 30. Juni 2023

Schnell steigende Zinserwartungen zum Beispiel wirken sich stärker auf Qualitätsunternehmen aus als auf weniger hochwertige Firmen. Da die längerfristigen Gewinne bei Qualitätsunternehmen normalerweise besser vorhersehbar sind, spielen künftige Cashflows für die Bewertung eine grössere Rolle. Wenn die Zinsen steigen, erhöht sich der Abzinsungsfaktor, mit dem diese künftigen Cashflows abdiskontiert werden, um den fairen Gegenwartswert eines Unternehmens zu berechnen.

Auch wenn Investieren in Qualität längerfristige Vorteile bringen kann, dürfen Anleger nicht vergessen, dass jede Aktienstrategie Risiken birgt, ganz gleich welche Anlagephilosophie sie wählen. Denn Aktien sind besonders anfällig für geopolitische Ereignisse sowie konjunkturelle und finanzielle Entwicklungen, die das Marktumfeld direkt beeinflussen können.

Performance in verschiedenen Marktumfeldern

Bei steigenden Märkten können Qualitätsunternehmen Schritt halten dank ihrer überdurchschnittlichen Profitabilität, ihrer beständigen Wachstumsaussichten und ihres Potenzials, die Gewinnerwartungen zu übertreffen.

Bei sinkenden Aktienmärkten kann sich Investieren in Qualität auszahlen, weil dann Qualitätsunternehmen typischerweise dank stabiler Gewinne und solider Bilanzen weniger Wert einbüßen. Bei steigenden Aktienmärkten wiederum können sie sich schneller erholen. Denn da ihr Kapitalaufwand geringer ist als jener ihrer Mitbewerber,

können sie eher Marktanteile gewinnen und schneller wachsen als weniger hochwertige Firmen.

In einem inflationären Umfeld reicht die Preismacht von Qualitätsunternehmen oftmals aus, um höhere Kosten an die Kunden weiterzugeben. Dadurch leidet ihre Profitabilität weniger unter der Inflation. Dank ihrer starken Marktposition und der Treue ihrer Kunden können sie ihre Margen halten und ihre Gewinne schonen.

Investieren in Qualität, das auf Unternehmen mit soliden finanziellen Fundamentaldaten und nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen fokussiert, bietet Potenzial für beständige, höhere risikoadjustierte Renditen. Diese Anlagestrategie kann bei Konjunkturabschwüngen gut abschneiden, bei Marktüberreibungen Stabilität bringen und bei Inflation Schutz bieten. Kurzfristig können sich Bewertungs- und Zinsschwankungen auf die Performance auswirken. Doch der langfristige Fokus auf Finanzstabilität und nachhaltiges Gewinnwachstum macht das Investieren in Qualität zu einer attraktiven Strategie für Investoren, die sich ein widerstandsfähiges Portfolio wünschen.

Bedeutende Veränderungen



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Am Anleihenmarkt fand in den letzten Wochen ein historischer Ausverkauf statt. Die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihe kletterte auf über 5%, das höchste Niveau seit der globalen Finanzkrise. Der genaue Grund für diesen Anstieg ist ungewiss und wird rege diskutiert. Die Investoren beobachten derzeit alles: die Aussichten für den US-Leitzins, das wegen des wachsenden Defizits steigende Staatsanleihen-Angebot, die Laufzeit-Prämie.

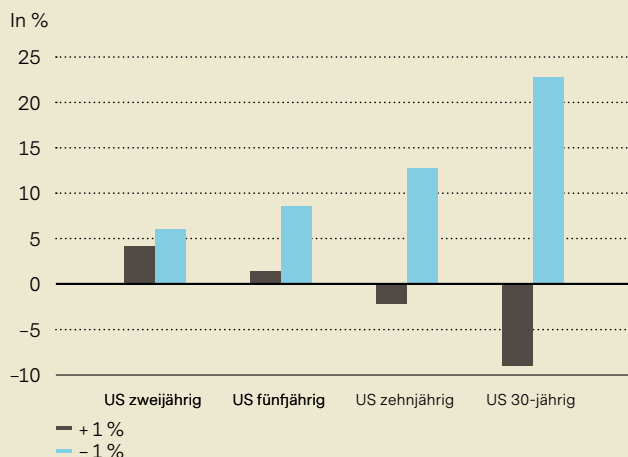
Wir sind der Meinung, dass verschiedene Faktoren gleichzeitig Einfluss haben. Die erste Phase des Anstiegs hing zweifellos mit dem Wiedererstarren der US-Wirtschaft und den zugrunde liegenden makroökonomischen Fundamentaldaten zusammen. Die Investoren änderten ihre Einschätzung und erwarten anstelle einer Rezession neu ein über dem Trend liegendes Wachstum. Betreffend Defizit und Staatsanleihen-Angebot kamen zu den schon seit ein paar Monaten bekannten Informationen in letzter Zeit keine nennenswerten neuen dazu. Aber mit den höheren Renditen stiegen auch die Erwartungen für die staatlichen Zinsausgaben, was vermutlich zum anhaltenden Aufwärtstrend bei den Renditen beiträgt (Grafik 1). Die Rhetorik der US-Notenbank Fed hat sich erheblich verändert. Das

Federal Open Market Committee schlug im Oktober einen ziemlich restriktiven Ton an. Die aktualisierten Vorhersagen der Fed deuteten eine weitere Zinsanhebung im laufenden Jahr an und schürten die Befürchtung, das hohe Leitzins-Niveau würde noch länger beibehalten. Der starke Anstieg der Anleihenrenditen und die allgemeine Verschlechterung der finanziellen Bedingungen scheinen aber ein Umdenken der Fed bewirkt zu haben. So meinte ihr stellvertretender Vorsitzender Philip Jefferson: «Wir sehen, dass die finanziellen Bedingungen härter geworden und die langfristigen realen Renditen stark gestiegen sind. Dies nimmt uns einen Teil unserer schwierigen Aufgabe ab, womit wir das jetzige Leitzins-Niveau als ausreichend restriktiv erachten.» Fed-Vorsitzender Jerome Powell sagte nach der November-Sitzung zu Journalisten, durch die Verlangsamung liesse sich justieren, «wieviel mehr wir tun müssen, falls wir mehr tun müssen». Deutlicher können Vertreter der Fed wohl kaum signalisieren, dass der Anhebungszyklus zu Ende ist (Grafik 2).

Um Mehrrenditen steht es schlecht

Bei den aktuellen Bewertungen finden wir hochverzinsliche Unternehmensanleihen unattraktiv. Denn die steigenden Kosten zur Bedienung der Schulden schmälern die Zinsdeckung weiter, wodurch die Kreditqualität sinkt. Zahlungsausfälle mehren sich, während Banken äusserst restriktiv Kredite vergeben. Investoren in Unternehmensanleihen sollten ein wachsames Auge auf die sich verschlechternden Fundamentaldaten der Schuldner und die restriktive Geldpolitik haben. Wir bleiben generell vorsichtig gegenüber Unternehmensanleihen, aber positiv für jene erstklassiger Qualität. Entsprechend sind wir in Investment-Grade-Papieren neutral positioniert und in Hochzins-Anleihen untergewichtet.

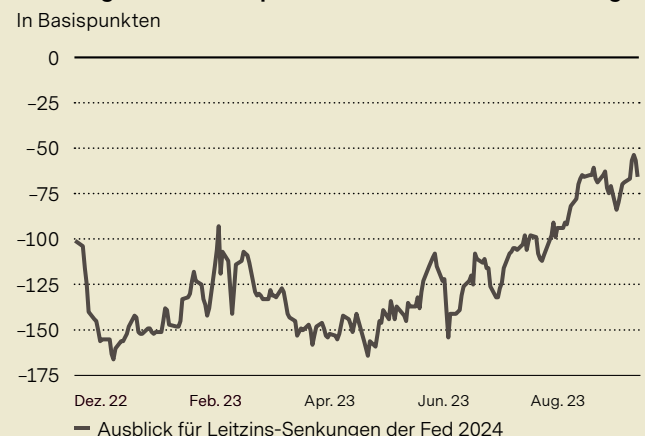
Grafik 1: Gesamtertrag über ein Jahr pro Laufzeit, wenn Staatsanleihen-Rendite 1 % zu- / abnimmt*



* Annahme: Zinskurve verschiebt sich parallel

Quelle: Bloomberg, Vontobel

Grafik 2: Märkte nehmen zweieinhalb erwartete Leitzins-Senkungen à 25 Basispunkte im nächsten Jahr vorweg



Quelle: Bloomberg, Vontobel

Kommt es hart auf hart, bleiben die Zähne zäh



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Der Oktober war kein erbaulicher Monat für die Aktienmärkte. Durch die erhöhte geopolitische Instabilität stieg die Volatilität, und die Anleihenrenditen kletterten nach oben. Dem davon ausgehenden Abwärtszog für Aktien können bislang nur wenige Sektoren trotzen – darunter die grössten US-Mega-Caps (Grafik 1). Wie schätzen wir die Lage ein?

Im Oktober verschlechterte sich die Anlegerstimmung weiter, und die Aktienmärkte setzten ihre Talfahrt fort. Einer der Gründe dafür war die US-Inflation, welche im September den dritten Monat in Folge stieg. Dies verstärkte nicht nur das seit geraumer Zeit von der US-Notenbank Fed gepredigte Mantra von noch länger hoch bleibenden Leitzinsen, sondern erhöhte auch die Wahrscheinlichkeit weiterer Anhebungen.

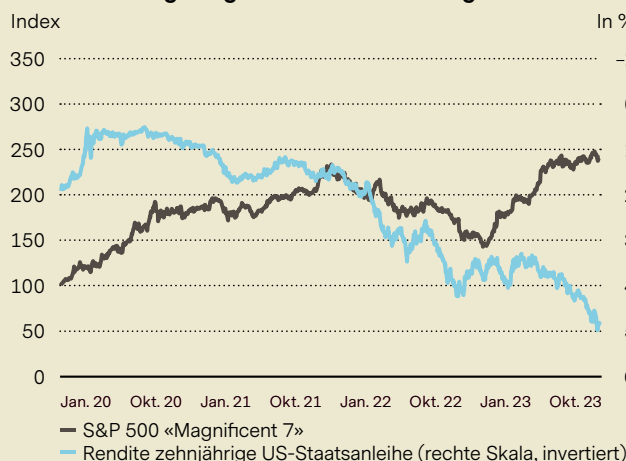
Während die geopolitische Lage instabiler wurde, schwankte der Ölpreis weiter, was Spekulationen über eine erneute Inflationswelle anheizte. Die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihe kletterte auf den höchsten Stand seit der globalen Finanzkrise. Steigende Anleihenrenditen waren den Aktienmärkten noch selten zuträglich, und das aktuell hohe Renditeniveau impliziert

eine geringere Risikoprämie für Aktien. Dies gilt vor allem für die USA, wo sie, nominal betrachtet, nahe bei null liegt. Damit ist der Anreiz für Investoren gering, Aktien Staatsanleihen vorzuziehen.

Die laufende Berichtssaison stellt die Aktienbewertungen auf eine harte Probe. Nach deren Anstieg seit dem vierten Quartal 2022 hegen Anleger die Erwartung, dass die Unternehmen auch liefern. Jetzt stellt sich die Frage, wie realistisch die Wachstumsschätzungen für 2024–2025 sind – sie liegen im weltweiten Durchschnitt trotz der drohenden Rezession bei knapp 10 %. Diesbezüglich ist das Bild für die verschiedenen Regionen und Sektoren gemischt. US-Unternehmen schneiden weitaus besser ab als Firmen anderer Länder – im Speziellen die überdurchschnittlich zyklischen aus Europa – und überraschen wie schon in den zwei Vorquartalen mit soliden Gewinnen. Die sogenannten «Magnificent 7» – die grössten US-Mega-Cap-Technologiewerte Microsoft, Apple, Meta, Tesla, Alphabet, Amazon und Nvidia – steuerten den Löwenanteil der Aktienmarkt-Rendite seit Beginn des laufenden Jahres bei und präsentierten nebst erfreulichen Gewinnen auch positive Aussichten. Das verspricht Gutes für das kommende Jahr, entfällt doch der grösste Teil des für 2024 prognostizierten Gewinnwachstums pro Aktie auf sie.

Wir bleiben vorderhand in den einzelnen Regionen defensiv positioniert und halten an unserer insgesamt neutralen Sicht auf Aktien fest. Für Letzteres spricht auch, dass das letzte Quartal des Jahres normalerweise saisonbedingt stärker ist (Grafik 2). Weitere Details finden Sie auf Seite 5.

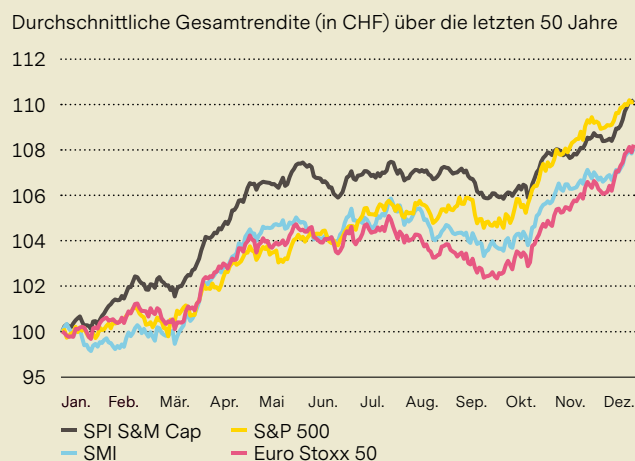
Grafik 1: «Magnificent 7»* halten dem vom Renditeanstieg ausgehenden Abwärtszog stand



* «Magnificent 7»: Microsoft, Apple, Meta, Tesla, Alphabet, Amazon, Nvidia

Quelle: LSEG, Vontobel

Grafik 2: Saisonbedingte Stärke begünstigt Aktienmarkt-Rendite



Quelle: LSEG, Vontobel

Gold glänzt wieder



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

In der zweiten Septemberhälfte kannte der Goldpreis nur eine Richtung: abwärts. Angesichts der hartnäckigen Inflation und der noch immer robusten US-Wirtschaft stellten sich die Anleger auf eine anhaltend restriktive US-Geldpolitik ein. Eine solche an sich ist für Gold als zinslose Anlage klar negativ. Anfang Oktober bewies Gold dann aber, weshalb es einen festen Platz im Anleger-Portfolio verdient.

Als nach den Hamas-Angriffen die Märkte am 9. Oktober wieder öffneten, setzte Gold zu einer beachtlichen Rallye an. Hatte es vor den Angriffen noch bei rund 1818 US-Dollar pro Unze gehandelt, stieg es Mitte Oktober auf über 1990 US-Dollar – ein Fünf-Monats-Hoch (Grafik 1).

Gold dürfte dabei auch von der Misere am Anleihenmarkt profitiert haben. In unruhigen Zeiten der Vergangenheit griffen Anleger in jeweils gerne auf Staatsanleihen von Schuldern hoher Qualität zurück. Angesichts des jüngsten massiven Ausverkaufs am Anleihenmarkt suchen viele Investoren lieber Zuflucht in Gold, das sie anscheinend als verlässlicheren Hort betrachten. Zum Monatsende hin galt ihr Augenmerk wieder vermehrt der US-Wirtschaft und der Frage, wie die künftige US-Geldpolitik aussehen wird. Gemäss einer Schätzung des Bureau of

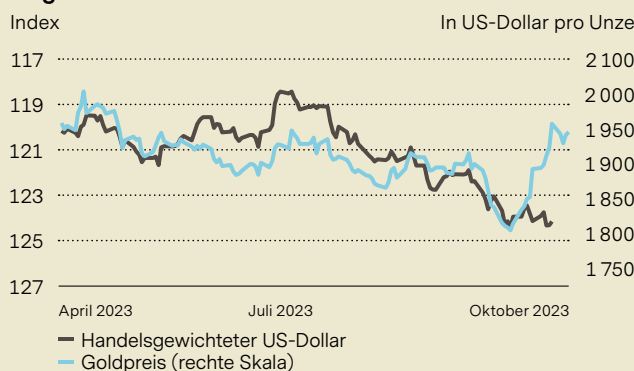
Economic Analysis wuchs das US-Bruttoinlandprodukt im dritten Quartal stärker als erwartet um 4,9%. Auch die Auftragseingänge für langlebige Konsumgüter übertrafen die Erwartungen. Gleichzeitig nahm der Kernindex der privaten Konsumausgaben – das von der Fed bevorzugte Mass für die Kerninflation (diese schliesst Nahrungsmittel und Energie aus) – wieder zu.

All dies versetzte dem Goldpreis einen kleinen Dämpfer. Im aktuellen Umfeld dürfte ein deutlicher Ausverkauf bei Gold aber nur eintreten, wenn die geopolitischen Risiken abnehmen und damit die Zuflucht in sichere Häfen nachlässt.

Übrigens lohnte sich im bisherigen Jahresverlauf eine Gold-Anlage für Investoren mit Basiswährung Euro noch mehr als für Anleger mit Basiswährung US-Dollar- oder Schweizer Franken. Dies könnte noch eine Weile so bleiben angesichts der Stagflationsrisiken in der Eurozone und der im regionalen Vergleich geringeren Realrendite.

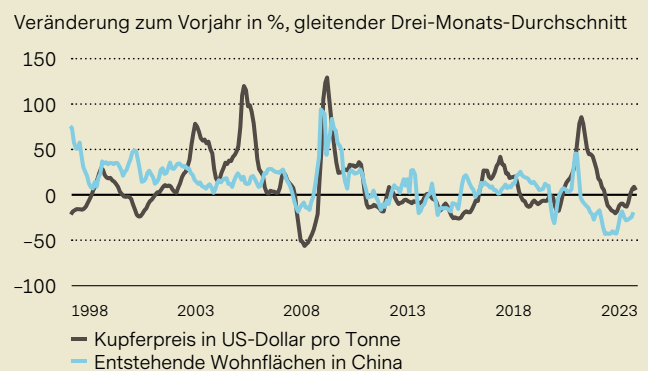
Deutlich mehr zu kämpfen als das gelbe Edelmetall hatten Industriemetalle wie Kupfer. Letzteres kommt in einer Vielzahl von Industriezweigen zum Einsatz, etwa im Baugewerbe, in der Automobilbranche oder im Bereich erneuerbarer Energie. Daher wird es gerne als konjunktureller Frühindikator herangezogen. Dass der Kupferpreis jüngst auf ein Elf-Monats-Tief gefallen ist (Grafik 2), verwundert nicht in Anbetracht der anhaltenden Schwäche im verarbeitenden Gewerbe weltweit und der weiter schwelenden Immobilienkrise in China. Zusätzliches Gegenwind steuerte der anhaltend starke US-Dollar bei, welcher das rote Metall in anderen Währungen verteuerte.

Grafik 1: Wenn sich die Dinge überstürzen, spielen Gegenwinde wie ein starker US-Dollar keine Rolle



Quelle: LSEG, Vontobel

Grafik 2: Kupfer leidet unter der Entwicklung des chinesischen Immobiliensektors



Quelle: LSEG, Vontobel

Was verheisst die Kristallkugel für Währungen?



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Der US-Dollar zeigt sich allen Erwartungen zum Trotz ungebrochen stark. Die vielen Schlagzeilen zur Dollar-Stärke enttäuschten jene, die mit einer Abschwächung gerechnet hatten, uns miteingeschlossen.

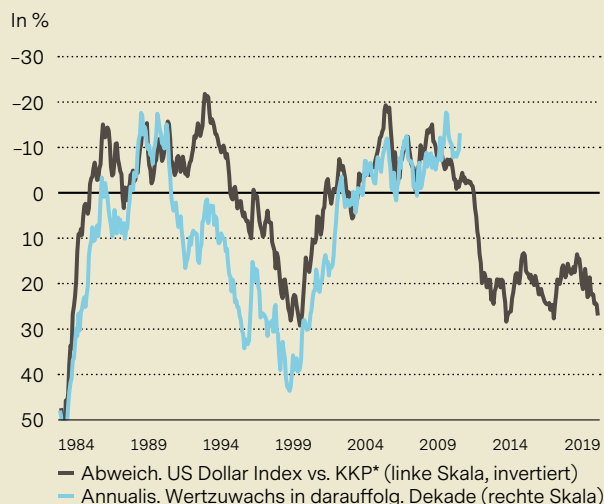
Der vorherrschende Optimismus, auf dem die Stärke des US-Dollar fusst, ging grösstenteils von robusten US-Wirtschaftsdaten aus. Diese zogen nach oben korrigierte Wachstumsprognosen für die US-Konjunktur nach sich und liessen die US-Notenbank auf ihrer restriktiven Haltung beharren. Der US-Dollar widersetzte sich unserer Annahme, er würde in Anbetracht der von uns erwarteten Wirtschaftsabkühlung an Boden verlieren. Das bringt uns aber nicht von unserer Einschätzung ab, dass nächstes Jahr eine Rezession eintreten dürfte mit einer Dollar-Abschwächung als Folge.

Im weiteren Verlauf bleibt der US-Dollar strukturell überbewertet. Wenn er seinen langfristigen Trend fortsetzt und sich wegen der Kaufkraftparität anderen Industrieländer-Währungen anpasst, wird er in den kommenden Jahren an Stärke verlieren (Grafik 2).

Schweizer Franken: Glanz verblasst, Zukunft getrübt

Letztes und dieses Jahr änderte die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihre Haltung zum Wechselkurs des Schweizer Francs. Dies erschien logisch, weil Sorgen um die steigende Inflation die früheren Deflationssorgen ablösten. Wenn für eine kleine, offene Wirtschaft wie jene der Schweiz Deflation die Hauptsorge ist, gereicht ihr eine schwächere Währung zum Vorteil. Die aufrechterhaltene Frankenstärke aber wirkte deflationär und half wohl der Schweiz, ihre Inflation schneller als andere Industrieländer unter den Zielwert zu bringen. Um die Stärke des Francs zu steuern, kaufte die SNB während mehr als zehn Jahren Fremdwährungen. Wegen des weltweiten Inflationsschubs änderte sie letztes Jahr ihren Ansatz (Grafik 2). Dies war mit ein Grund, weshalb der Franken seither bedeutend an Wert zulegte. Da die Inflation nun weniger Sorgen bereitet, aber die Gefahr einer Rezession in den Vordergrund rückt, steht aus geldpolitischer Sicht die Frage im Raum, ob die anhaltende Frankenstärke von Vorteil ist.

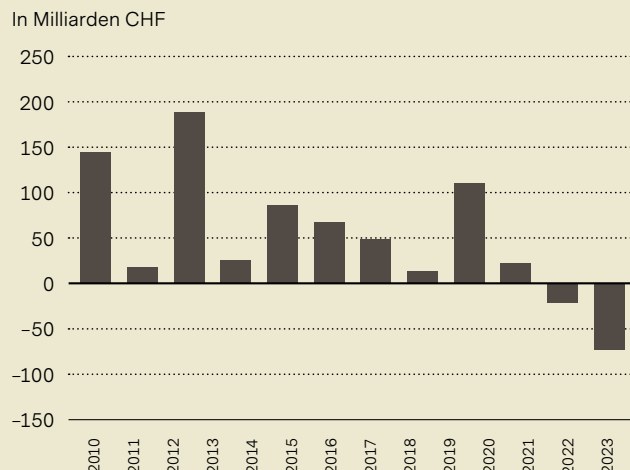
Grafik 1: Bewertungen signalisieren langfristig eine Dollar-Schwäche



* Kaufkraftparität

Quelle: Bloomberg, Vontobel

Grafik 2: Interventionen der SNB



Quelle: SNB, Bloomberg, Vontobel

Konjunktur und Finanzmärkte 2021 – 2024

Die folgende Liste zeigt für Bruttoinlandprodukt (BIP), Inflation / Inflationserwartung, Notenbankzinsen, zehnjährige 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	AKTUELL ¹	KONSENS 2023	KONSENS 2024
Global (G20)	5,6	2,6	3,3	2,5	2,1
Eurozone	5,3	3,5	0,5	0,5	0,8
USA	5,9	2,1	2,9	2,2	1,0
Japan	2,3	1,1	1,6	1,8	1,0
Grossbritannien	8,5	4,0	0,6	0,4	0,4
Schweiz	4,3	2,0	0,6	0,8	1,1
Australien	5,3	3,6	2,1	1,7	1,5
China	8,4	3,0	4,9	5,0	4,5

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

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR	-0,50	2,00	4,00	3,98	3,30
USD	0,25	4,50	5,50	5,50	4,45
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,08	-0,03
GBP	0,25	3,50	5,25	5,30	4,55
CHF	-0,75	1,00	1,75	1,77	1,47
AUD	0,10	3,10	4,10	4,35	3,80
CNY	3,80	3,65	4,35	4,25	4,25

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR (Deutschland)	-0,2	2,6	2,85	2,51	2,28
USD	1,5	3,9	4,87	4,3	3,77
JPY	0,1	0,4	0,88	0,79	0,83
GBP	1,0	3,7	4,57	3,96	3,6
CHF	-0,1	1,6	1,14	1,11	1,02
AUD	1,7	4,1	4,81	4,26	3,88

WECHSELKURSE	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
CHF je EUR	1,04	0,99	0,95	0,97	1,00
CHF je USD	0,91	0,94	0,90	0,90	0,89
CHF je 100 JPY	0,79	0,72	0,60	0,64	0,67
CHF je GBP	1,23	1,12	1,09	1,12	1,14
USD je EUR	1,14	1,06	1,06	1,08	1,12
JPY je USD	115,00	130,00	150,00	140,00	133,00
USD je AUD	0,73	0,67	0,63	0,66	0,70
GBP je EUR	0,84	0,88	0,87	0,87	0,88
CNY je USD	6,37	6,91	7,32	7,20	6,93

ROHSTOFFE	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
Brent-Rohöl, USD je Barrel	79	86	90	88	86
Gold, USD je Feinunze	1829	1824	1986	1950	1995
Kupfer, USD je Tonne	9720	8372	7986	8515	9000

¹ Neuste verfügbare Quartalsdaten

² Neuste verfügbare Monatsdaten, G20-Daten nur vierteljährlich

Quelle: Vontobel, jeweilige Statistikämter und Zentralbanken, Stand: 27. Oktober 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 informatisch 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

