

Vontobel

# Investors' Outlook

Drei Schälchen Brei



September 2023

### 3 Editorial

### 4 Anlagestrategie

Am Auskühlen...

### 6 Markt-Highlights

Künftige Inflation: bekömmlich oder nicht?

### 8 Anlageklassen im Fokus

### 12 Prognosen

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

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

**Autoren\***  
**Stefan Eppenberger,**  
Head Multi Asset Strategy,  
Vontobel  
**Frank Häusler,**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel  
**Michaela Huber,**  
Cross-Asset Strategist,  
Vontobel  
**Christopher Koslowski,**  
Senior Fixed Income & FX Strategist,  
Vontobel  
**Mario Montagnani,**  
Senior Investment Strategist,  
Vontobel  
**Dan Scott,**  
Head of Vontobel Multi Asset,  
Vontobel

**Erscheinungsweise**  
Zehnmal pro Jahr  
(nächste Ausgabe Oktober 2023)

**Konzept**  
MetaDesign AG

**Gestaltung & Realisation**  
Vontobel

**Bilder**  
Gettyimages,  
Vontobel

**Redaktionsschluss**  
6. September 2023

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

# Drei Schälchen Brei



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

Geschätzte Leserschaft

Nach der Sommerpause unserer Publikation kehren wir zurück an den Herd mit den Töpfen der Wirtschaft und Finanzmärkte, in denen es weiterbrodelte.

So rasch wie der Sommer verging, änderten sich die Bedingungen und der Brei kochte auf. Doch die Themen, welche die Anleger-Gemüter bewegten, blieben dieselben: Zinsen, Inflation und Rezession ja oder nein. Die US-Notenbank Fed rückte von ihrer Prognose einer Rezession ab, da die Wirtschaft erstaunliche Widerstandskraft bewies. Viele Anleger rechnen nun mit einer weichen Landung und halten es für möglich, dass die Zinsen in den kommenden Jahren auf hohem Niveau verharren. Wir gehen, gestützt auf unsere Datenanalysen, nach wie vor von einer Rezession aus, erwarten sie nun aber etwas später, nämlich gegen Jahresende.

In den USA entfaltete der «Inflation Reduction Act» seine finanziellen Anreize. Die ausgabefreudigen Konsumenten griffen vor der erwarteten Wirtschaftsabkühlung und angesichts der Überraschungen am Arbeitsmarkt einschliesslich reger Lohnverhandlungen nochmals eifrig ins Portemonnaie. Für viele mag ein Durchstarten der Konjunktur vorerst gut klingen. Wer will schon eine Rezession! Doch in diesem Fall bliebe die Inflation hoch, die Fed müsste ihren Leitzins weiter anheben und liefe Gefahr, mehr Schaden anzurichten. Am anderen Ende des Spektrums würde eine schwere Rezession, herbeigeführt von einer übereifrigen Fed, einen Dominoeffekt auslösen: Die Unternehmen würden ihre Investitionen zurückfahren, die Konsumenten ihre Ausgaben zügeln und immer mehr Unternehmen sowie Privatpersonen in Zahlungsnot geraten. Um der Wirtschaft unter die Arme zu greifen, sähe die Fed sich gezwungen, die Zinsen aggressiv zu senken. Damit käme sie allerdings zu spät und könnte unmittelbar kaum etwas bewirken, ausser einem erneuten Aufflammen der Inflation. Eine weiche Landung wiederum würde die Nachfrage ausreichend drosseln, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Dann könnten die Zentralbanken ihre Zinsanhebungen pausie-

ren oder gar Zinssenkungen vornehmen. Dies würde auch den starken Preisschwankungen der Vermögenswerte einen Riegel vorschieben.

Für Anleger gilt es nun, das bekömmlichste der Szenarien zu finden – wie im Märchen «Goldlöckchen und die drei Bären», als Goldlöckchen von den im Haus der Bären aufgetischten Schälchen schliesslich jenes mit dem weder zu heissen noch zu kalten, sondern genau richtig temperierten Brei leer isst.

Die Weltkonjunktur zeigt noch anderweitige Schwachstellen: Der Aufschwung in China, an den viele Anleger ihre Hoffnungen als Motor für globales Wachstum knüpften, ist ins Stocken geraten. Die enttäuschende Wirtschaftsdynamik bestätigt unsere Auffassung, dass Peking stärkere Konjunkturmassnahmen ergreifen muss. Anders als viele Anleger erwarten wir aber keinen Paukenschlag.

Unabhängig davon, ob eine Rezession eintritt oder nicht, kann ein diversifiziertes Portfolio bei Marktschwankungen Abhilfe schaffen. Bei der letzten Sitzung unseres Investment Committee reduzierten wir unser Engagement in risikoreichen Anlagen zugunsten von etwas mehr Liquidität. Diese Ausgabe des Investors' Outlook geht auf die aktuelle Dynamik bei Anleihen sowie die Lage beim Öl ein und präsentiert Ihnen auch eine Checkliste mit den Triebkräften der Inflation.

Gerne möchten wir unser Schälchen mit Ihnen teilen. Wir haben seinen Inhalt weder zu heiss noch zu kalt, sondern möglichst bekömmlich für Sie zubereitet.

---

## → Webcast

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

---

## 4 Anlagestrategie



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

### Am Auskühlen...

**Wer erwartet hatte, dass im August – wie so oft – etwas Ruhe an den Finanzmärkten einkehren würde, hatte sich getäuscht. Meldungen aus den USA, welche die Anlegerherzen teils wärmten, teils kalt erwischten, verdeutlichten, welche starken Gegensätze dort herrschen: Einerseits zeigten publizierte Wirtschaftsdaten, dass der angespannte Immobilienmarkt die Bauinvestitionen anheizte, der robuste Arbeitsmarkt neue Arbeitsplätze schuf und die Konsumenten ausgabenfreudig blieben. Andererseits musste die grösste Volkswirtschaft der Welt, angesichts der zu erwartenden Verschlechterung ihrer Haushaltslage und ihrer zunehmenden Staatsverschuldung, eine Herabstufung ihrer Kreditwürdigkeit hinnehmen. Dasselbe blühte auch einigen Banken, die aufgrund des starken Zinsanstiegs mit Herausforderungen kämpften.**

Fragt sich nur, wie lange das so weitergehen kann. Wir denken, nicht mehr allzu lange. Die letzten Arbeitsmarktberichte zeigen, dass die neu geschaffenen Stellen bereits die schwächsten monatlichen Zunahmen seit mehr als zwei Jahren verzeichnen. Die noch vorhandenen Ersparnisse sind ebenfalls gesunken. Der Zinserhöhungszyklus der US-Notenbank Fed muss erst noch seine

volle Wirkung entfalten, was unserer Meinung nach aber um den Jahreswechsel in eine Rezession münden wird.

Nichtsdestotrotz geht es der US-Wirtschaft im Vergleich zu anderen Regionen immer noch gut. Besorgniserregender ist das Bild in der Eurozone, wo nach dem verarbeitenden Gewerbe nun auch der Dienstleistungssektor schrumpft. Auch China ist mit vielen Herausforderungen konfrontiert: enttäuschend schwache Detailhandelsumsätze und Produktionszahlen der Industrie, Turbulenzen im Immobiliensektor, rekordhohe Jugendarbeitslosigkeit. Ein Übergreifen dieser Schwächen auf die Welt könnte wiederum Europa Probleme bereiten, welches davon unter allen Regionen wohl am stärksten betroffen wäre.

Wir haben von einer starken Hausse profitiert. Nun halten wir den Zeitpunkt für gekommen, das Risiko zu reduzieren. Deshalb nehmen wir unser Übergewicht in Aktien zurück auf neutral und sichten einen Teil des Erlöses in Liquidität um, wobei wir in ausgewählten Regionen weiterhin nach Anlagemöglichkeiten Ausschau halten. Die Details zu unserer geänderten Asset Allocation finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
<b>1</b> <b>Liquidität</b>			↗			Um das Risiko in unseren Portfolios abzubauen, stuften wir unser seit längerem aufrechterhaltenes Übergewicht in Aktien auf neutral zurück. Einen Teil des Erlöses schichteten wir um in Liquidität, dessen bisheriges Untergewicht somit auf neutral ändert.
<b>2</b> <b>Anleihen</b>			→			Die Renditen von Staatsanleihen stiegen über den Sommer, da überraschend gute US-Wirtschaftsdaten die Anleger dahingehend umstimmten, der Fed-Leitzins würde nun länger hoch bleiben. Wir erwarten, dass mit langsamerem Wirtschaftswachstum, sinkender Inflation und der Einleitung des Zinssenkungszyklus durch die Fed Anfang 2024 die Renditen letztlich sinken werden. In Staats- und Schwellenländeranleihen bleiben wir übergewichtet, für Investment-Grade-Anleihen neutral und in Hochzinsanleihen untergewichtet. Für Schwellenländeranleihen bleiben wir positiv, da ihnen ein schwächerer US-Dollar bei gelockerter Fed-Geldpolitik in der Regel Auftrieb gibt.
<b>3</b> <b>Aktien</b>			↘			Nach einer kräftigen Hausse von fast 30% bis Ende Juli* nehmen wir nun Gewinne mit und stuften unser leichtes Übergewicht in Schwellenländeraktien auf neutral zurück. Chinas Aktienmarkt ist zwar attraktiv bewertet, aber Chinas Wirtschaft ist nach wie vor stark verschuldet, das Anlegervertrauen schwindet und Gewinnrevisionen fallen schwach aus. Zudem ist schwer abschätzbar, wann Stützungsmaßnahmen der Regierung greifen. Unser neutrales Gewicht in europäischen Aktien senkten wir auf ein starkes Untergewicht, da sich die Frühindikatoren in der Eurozone jüngst verschlechterten, die Region stark vom Wirtschaftszyklus abhängt und wohl am meisten betroffen wäre, falls Chinas Schwäche auf die Welt übergreift. Dies steht unserer Einschätzung im ersten Halbjahr entgegen, als viele Indizes Rückenwind von wachstumsstarken Qualitätsunternehmen genossen, die meisten davon massgeblich von Chinas Wiederöffnung profitierend. Ausgewählte Regionen zeichnen sich weiterhin durch Qualität, Widerstandskraft und Gewinnvisibilität aus. Wir schichten einen Teil des Kapitals um in US- und Schweizer Aktien. Die US-Wirtschaft zeigt sich defensiv und ist im Kampf gegen die Inflation am weitesten fortgeschritten. Schweizer Aktien gefallen uns ihres defensiven Charakters und des Schweizer Frankens wegen. Beide Regionen stuften wir von neutral auf leicht übergewichtet hoch. Für Aktien insgesamt sind wir somit neutral.
<b>4</b> <b>Gold</b>				→		Gold gab nach einer eindrucklichen Hausse einen Teil seiner Gewinne wieder ab, nachdem die Anleger eine diesjährige Fed-Zinssenkung abschrieben. Dies trieb die US-Realrenditen und den US-Dollar in die Höhe, welche beide in gegenläufiger Richtung von Gold abhängen. In Erwartung einer US-Rezession gegen Ende Jahr und einer Fed-Zinssenkung im ersten Quartal 2024 behalten wir unser leichtes Übergewicht in Gold bei.
<b>5</b> <b>Rohstoffe</b>			→			Rohstoffe entwickelten sich dank dem Energiebereich solid. Koordinierte Massnahmen der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC), die sich abzeichnende Angebotsverknappung sowie Sorgen über eine Eskalation des Russland-Ukraine-Kriegs trieben die Ölpreise nach oben. Vorderhand bleiben wir neutral für Rohstoffe.
<b>6</b> <b>Alternative Strategien</b>			→			Auch für alternative Anlagen bleiben wir neutral.

Veränderung zum Vormonat:    gleich →    erhöht ↗    verringert ↘

\* gemessen am MSCI ACWI Net Total Return Index, in US-Dollar, absolut, 30.09.2022 – 31.07.2023

# Künftige Inflation: bekömmlich oder nicht?

Mit der Inflation ist es wie mit dem Hunger: sie kommt und geht in Wellen. Dies wurde während der «Grossen Inflation» besonders deutlich, welche zwischen 1965 und 1982 die USA heimsuchte. Jüngst ist die Inflation tatsächlich wieder leicht gestiegen. Dies wirft die Frage auf, ob eine zweite Welle mit all ihren negativen Konsequenzen bevorstehen könnte.



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



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

Um dieser Frage auf den Grund zu gehen, haben wir eine Checkliste mit zehn möglichen Triebkräften der Inflation erstellt. Diese müssen nicht immer alle gleichzeitig wirken. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass manchmal schon zwei oder drei davon ausreichen, um eine zweite Inflationswelle auszulösen.

## Inflation: Checkliste für eine zweite Welle

	TRIEBKÄRFTE DER INFLATION	ERFÜLLT
<b>Geldpolitik</b>	Stark steigende Geldmenge	.....
	«Lockere» Realzinsen	.....
	Erhebliche Währungsschwäche	.....
<b>Nachfrageschocks</b>	Starkes Wirtschaftswachstum	.....
	Erheblich steigender fiskalischer Stimulus	Unter Beobachtung
	Nicht verankerte Inflationserwartungen	.....
<b>Angebotsschocks</b>	Weiterer Energiepreis-Schock	.....
	Globale Lieferketten-Probleme	.....
	Knappheit am Häusermarkt	<input checked="" type="checkbox"/>
	Knappheit an Arbeitskräften	<input checked="" type="checkbox"/>

**Anmerkung:** Es müssen nicht alle Triebkräfte erfüllt sein, um eine zweite Inflationswelle auszulösen – im Extremfall reichen schon zwei oder drei. Allerdings setzt eine hohe Inflation zwingend eine expansive Geldpolitik voraus, also zumindest eine der ersten drei Triebkräfte.

Quelle: Vontobel

## Was dagegen spricht

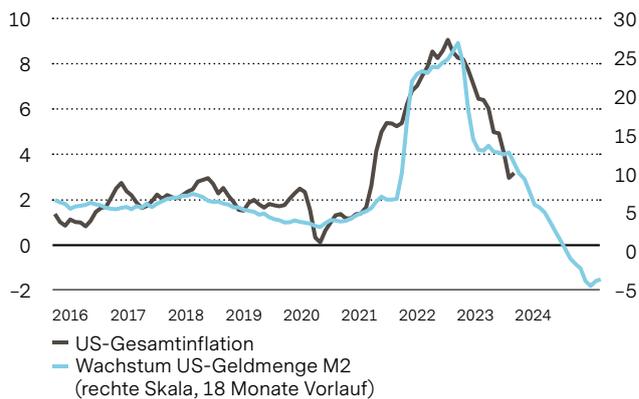
In unseren Augen setzt eine zweite Welle zwingend eine expansive Geldpolitik voraus. Beispiele hierfür sind eine stark steigende Geldmenge, lockere Realzinsen oder eine erhebliche Währungsschwäche. Unserer Meinung nach ist gegenwärtig eine expansive Geldpolitik nicht gegeben. Erstens schrumpft das Geldmengenwachstum derzeit, in der Regel ein Signal für eine künftig sinkende Inflation (Grafik 1). Zweitens sind die Realzinsen inzwischen restriktiv. Drittens hat der US-Dollar erneut an Wert gewonnen, weil die Anleger eine weitere geldpolitische Straffung befürchten. Noch andere Faktoren sprechen gegen eine zweite Welle: Laut der Universität von Michigan sind die Inflationserwartungen der Konsumenten äusserst fest verankert. Ein Indikator der New York Federal Reserve signalisiert, dass sich auch die Lieferketten weiter normalisieren.

## Was vorläufig dagegen spricht

Gegen eine zweite Welle spricht vorläufig auch die insgesamt schwache Weltwirtschaft. Leitindikatoren wie der globale Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe zeichnen weiterhin ein sehr verhaltenes Bild. Zudem kämpft China als zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt momentan eher mit Deflations- als mit Inflations-sorgen und dürfte somit negativen Preisdruck in die übrige Welt exportieren. Allerdings haben zuletzt einige Daten aufhorchen lassen: Gemäss Umfragen regionaler

### Grafik 1: Aktuelles Geldmengen-Wachstum signalisiert deutlichen Inflationsrückgang

Veränderung zum Vorjahr in % (beide Achsen)

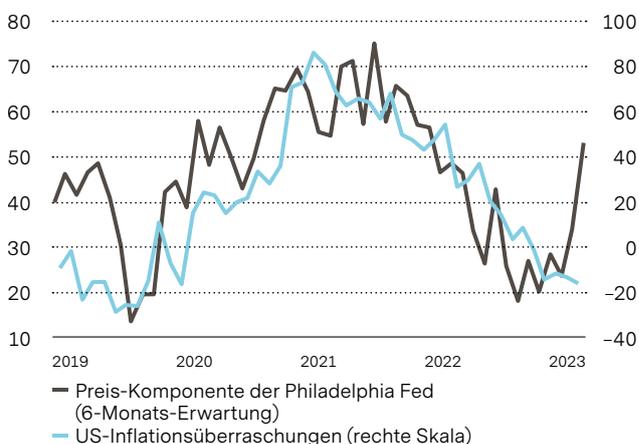


Quelle: LSEG, Vontobel

US-Notenbanken zur Lage des verarbeitenden Gewerbes der USA liegen die Beschaffungs- und Lieferpreise der Unternehmen mittlerweile zum Teil deutlich höher. Dies birgt die Gefahr unerfreulicher Inflationsüberraschungen in den kommenden Monaten (Grafik 2). Zudem gilt es die Energiepreise im Auge zu behalten. Aktuell handeln sowohl Öl als auch Erdgas weit unter den letztjährigen Höchstständen. Allerdings scheint die Organisation öl-exportierender Länder zusammen mit ihren Verbündeten

### Grafik 2: Verarbeitendes Gewerbe signalisiert Inflationsüberraschungen

Index (beide Achsen)



Quelle: LSEG, Vontobel

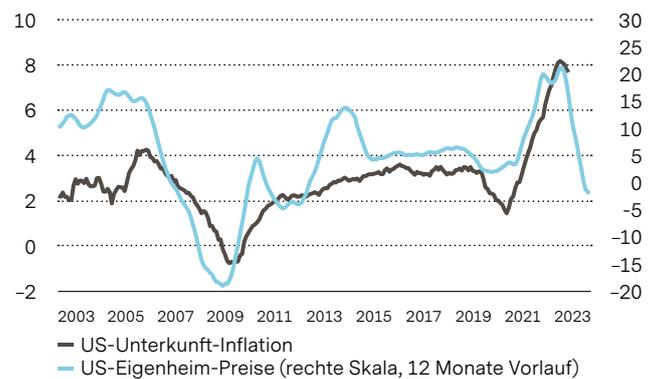
(OPEC+) entschlossen, die Öl-Fördermenge weiter zu drosseln, um das Angebot zu verknappen, was jüngst eine beachtliche Ölpreis-Hausse auslöste. Die Erdgas-Preise zogen im August ebenfalls deutlich an, weil Berichte über mögliche Streiks in Australien die Anleger beunruhigten.

### Was weiterhin Sorgen bereitet

Anders sieht es auf der Angebotsseite aus. Derzeit sind zum Beispiel die Preise für Unterkunft immer noch für rund die Hälfte der US-Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) verantwortlich. Doch Frühindikatoren wie die US-Eigenheim-Preise signalisieren einen Rückgang (Grafik 3). Ein weiterer angebotsseitiger Faktor ist der nach wie vor überaus robuste Arbeitsmarkt. Damit bleibt der Lohndruck hoch, was eine Lohn-Preis-Spirale auslösen könnte. Die Unternehmen schaffen zwar immer noch neue Stellen. Doch die jüngsten Berichte zum Arbeitsmarkt zeigen, dass sich dieser nun langsam, aber sicher abkühlt.

### Grafik 3: Eigenheim-Preise signalisieren geringere Unterkunft-Inflation

Veränderung zum Vorjahr in % (beide Achsen)



Quelle: LSEG, Vontobel

Vor diesem Hintergrund sollten Anleger bedenken, dass sie womöglich einen anderen Zeithorizont haben und dass sich die Lage rasch ändern kann. Daher ist es wichtig, alle Triebkräfte auf unserer Checkliste zu berücksichtigen, die eine zweite Welle auslösen könnten.

# Über künftige Renditen und geballte Fälligkeiten



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

**Die aktuelle Baisse am Anleihenmarkt ist überaus dynamisch, bringt uns aber nicht von unserer Meinung ab, dass die Staatsanleihen-Renditen in naher Zukunft einen zyklischen Höhepunkt erreichen und in sechs bis zwölf Monaten niedriger sein werden. Mit der Wirtschaftsverlangsamung und der weniger restriktiven US-Notenbank Fed wird die Zinskurve steiler, wobei die kurzfristigen Zinsen stärker sinken als die langfristigen.**

Die wichtigste Neuigkeit an den Anleihenmärkten ist, dass die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen derzeit über 4,3% liegt – so hoch wie zuletzt im November 2007. Da uns die Zeit der Nullzins-Politik noch in den Knochen sitzt, kommt uns dieser Wert hoch vor. Er ist zwar ansehnlich, aber im historischen Vergleich keineswegs hoch. Der Anstieg ist hauptsächlich der Komponente der realen Rendite zuzuschreiben, angekurbelt vom höheren Leitzins der Fed und verbesserten Wachstumserwartungen bei nur minim veränderten Inflationserwartungen. Das nominale Wachstum des Bruttoinlandprodukts (BIP), annualisiert über zehn Jahre, könnte bei der Analyse des langfristigen Zinstrends als Anhaltspunkt dienen (Grafik 1). Der Wachstumstrend, über zehn Jahre gesehen, zeigt nach oben und hat inzwischen den höchsten Stand seit der Finanzkrise von 2008 erreicht. Zum ersten

Mal seit mehr als 20 Jahren übertraf die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen per Quartalsende wieder das über zehn Jahre gemessene nominale BIP-Wachstum. Dies spricht gegen einen weiteren Anstieg der Anleiherenditen im laufenden Zyklus.

Wir finden das absolute Renditepotenzial von Anleihen nach wie vor attraktiv, bevorzugen aber Papiere mit höherer Qualität und defensiverem Charakter, wie Staatsanleihen. Unternehmensanleihen finden wir angesichts der aktuellen Bewertungen uninteressant, umso mehr als steigende Schuldentilgungskosten die Zinsdeckung und damit die Kreditqualität schmälern, die Banken Kredite restriktiver vergeben und die Ausfallraten steigen. Unternehmen schlechter Kreditqualität laufen um die Wette mit der Zeit, um jene Schulden abzulösen, die sie aufgenommen hätten, als die grossen Zentralbanken vor zwei Jahren zur Ankurbelung der Wirtschaft die Zinsen senkten und ihre Programme der quantitativen Lockerung ausweiteten. Diesen Unternehmen bleiben jetzt im Schnitt noch fünf Jahre, um sich neu zu finanzieren. Als Indikator dienen jene Anleihen, die in den nächsten zwei Jahren fällig werden. Ihr Wert beläuft sich auf rekordhohe 127 Milliarden US-Dollar (Grafik 2) – diese Ballung an Fälligkeiten betrifft 9% aller Hochzinsanleihen. Anleihen mit unter einem Jahr Restlaufzeit fallen in der Bilanz eines Unternehmens unter kurzfristige Verbindlichkeiten, was eine Rating-Herabstufung nach sich ziehen kann. In der Regel erfolgt eine solche ein bis zwei Quartale nach verändertem Renditeaufschlag, welcher somit bereits 18 Monate vor dem offiziellen Fälligkeitsdatum der Anleihe sinken kann. Die Ballung an Fälligkeiten dürfte für Anleger in Hochzinsanleihen nächstes Jahr relevant werden, vor allem mit Blick auf die steigenden Finanzierungskosten.

**Grafik 1: Nominales BIP-Wachstum über zehn Jahre signalisiert Trend für Anleihenrenditen**



Quelle: Bloomberg, Vontobel

**Grafik 2: Fälligkeiten-Ballung: in zwei Jahren auslaufende Anleihen auf Rekordvolumen (127 Milliarden US-Dollar)**



Quelle: Bloomberg, BofA Global Research, ICE Data Indices, Vontobel

# Rezept geändert



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

**Für gewöhnlich steigen oder fallen die globalen Aktienmärkte nicht geradlinig. Nach einem erfreulichen Monat Juli war der wichtige weltweite Aktienindex MSCI ACWI auf dem besten Weg zu einem Bullenmarkt. Der heisse August gab dann aber jenen Anlegern recht, die sich auf die übliche saisonbedingte Korrektur eingestellt hatten.**

In den letzten Wochen standen die Aktienmärkte im Zeichen einer steiler werdenden US-Zinskurve, zusehends übertriebenen Bewertungen, grösstenteils bedingt durch Rating-Änderungen (Grafik 1), und unbefriedigenden Daten zur Juli-Inflation, die in den meisten Industrieländern moderat anstieg. Hinzu kam die Herabstufung der Kreditwürdigkeit der USA von AAA auf AA+ durch die Rating-Agentur Fitch. Ein Übriges taten steigende Rohstoffpreise, schwächere Wirtschaftsdaten in den meisten Industrieländern und eine Abschwächung statt Erholung in China, der zweitgrössten Volkswirtschaft der Welt, die am meisten zum Wachstum des globalen Bruttoinlandsprodukts beiträgt.

Angesichts all dieser Faktoren wird es immer schwieriger, Positives zu finden, das in absehbarer Zeit für die

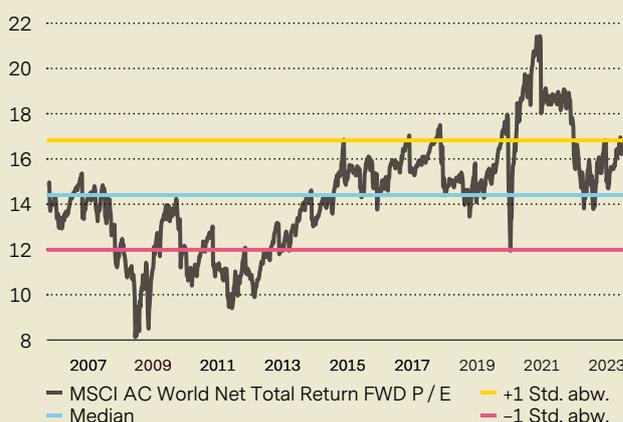
Aktienmärkte spricht. Diese erhielten kaum Auftrieb von den soliden Gewinnen, mit denen die Unternehmen bei der Berichterstattung zum zweiten Quartal überraschten. Daraus lässt sich schliessen, dass die Aktienkurse die guten Nachrichten der absehbaren Zukunft zum grossen Teil bereits vorwegnehmen (Grafik 2).

Wie schätzen wir die Lage ein? Unter Berücksichtigung einer Rezession – wie sie seit Jahrzehnten nicht so weithin erwartet wurde wie diesmal – sind wir der Meinung, dass Investoren mit einem Anlagehorizont von neun Monaten eine positive Sicht auf Aktien beibehalten sollten. Unseres Erachtens hat diese Anlageklasse das Schlimmste überstanden. Derzeit folgt sie dem nach einem Konjunkturerinbruch typischen Erholungsmuster: kurzfristig unruhig, aber schliesslich steigend. Die Aussicht auf eine Zinserhöhungspause der US-Notenbank Fed im dritten Quartal 2023 und auf einen Kurswechsel bereits im ersten Quartal 2024 stützt unsere Überlegungen.

Ausserdem sind die Märkte effizienter und strukturell stärker geworden und im historischen Vergleich weniger fremdfinanziert. Kurzfristig dürfte die Volatilität allerdings anhalten, da es an Katalysatoren fehlt. Dies veranlasste das Vontobel Investment Committee letzten Monat, sein über lange Zeit aufrechterhaltenes Übergewicht in Aktien aus taktischen Gründen auf neutral zu setzen. Wir haben einen Teil des Erlöses in Liquidität umgeschichtet, halten in ausgewählten Regionen aber weiterhin Ausschau nach Chancen in Qualitätsunternehmen mit solider Gewinnvisibilität. Die Details dazu finden Sie auf Seite 5.

**Grafik 1: Seit letztem Jahr vorwiegend höhere erwartete KGV wegen Rating-Änderungen**

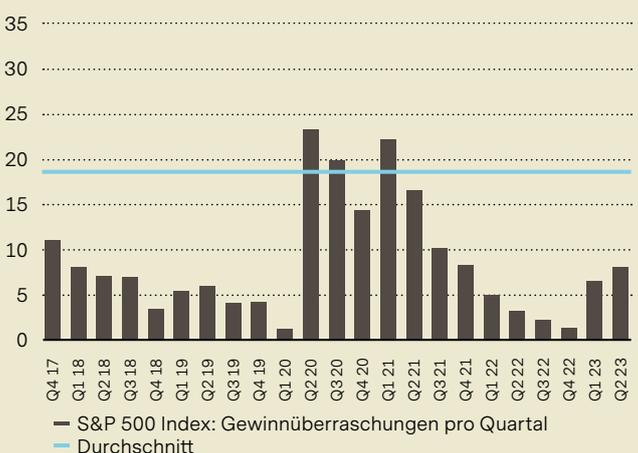
Erwartetes Kurs / Gewinn-Verhältnis (KGV)



Quelle: LSEG, Vontobel

**Grafik 2: Gewinnüberraschungen bei US-Aktien – klare Trendwende im ersten Quartal**

In %



Quelle: LSEG, Vontobel

# Rohöl: verknapptes Angebot trifft auf schwächelnde Nachfrage



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

**Gleich wie die Temperaturen dieses Sommers kletterte auch der Rohölpreis jüngst immer weiter in die Höhe. Hatte das «schwarze Gold» Mitte Juli noch bei rund 74 US-Dollar pro Barrel notiert, setzte es in den Folgewochen zu einer beachtlichen Hausse an, kratzte Anfang August an der Marke von 90 US-Dollar und knackte diese im September sogar.**

## Kartellbedingte Verknappung trieb Preise nach oben

Die Ölpreis-Hausse geht zum grossen Teil auf Angebotsorgen zurück. Zunächst zweifelten die Anleger, ob die Organisation erdölexportierender Länder und ihre Verbündeten (OPEC+) ihre angekündigten Kürzungen der Fördermengen tatsächlich umsetzen würden. Die veröffentlichten Juli-Daten belehrten sie dann aber eines Besseren: Laut dem monatlichen Ölmarkt-Bericht des OPEC+-Kartells betrug die Rohölproduktion der 13 Mitgliedstaaten im Juli 27,31 Millionen Barrel pro Tag, rund 836 000 Barrel pro Tag weniger als im Juni. Dies war hauptsächlich auf die aggressiven Förderkürzungen Saudi-Arabiens um 968 000 Barrel pro Tag zurückzuführen, welche den Anstieg des Ölangebots ausserhalb der OPEC+ mehr als kompensierten (Grafik 1). Saudi-Arabiens anfängliche Mitteilung, die Kürzungen bis September zu verlängern, sowie Kommentare, die bestehen-

den Kürzungen «könnten verlängert oder verlängert und vertieft werden», taten ihr Übriges. Anfang September machte Saudi-Arabien dies dann wahr mit der Verlautbarung, die Produktion für weitere drei Monate zu drosseln.

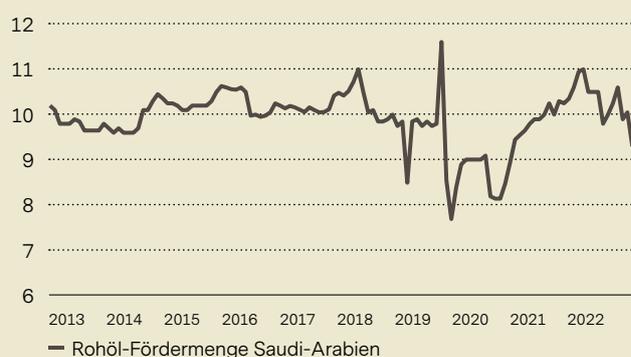
Russland produzierte anfänglich mehr Öl als erwartet, zog dann aber nach: Der zweitgrösste Öl-Exporteur der Welt kündigte zuerst an, seine Exporte im September um 300 000 Barrel pro Tag zu drosseln, und verlängerte die Reduktion dann auch bis Dezember. Gleichzeitig erhöhten viele US-Raffinerien über die Sommermonate ihre Auslastung. Durch die gestiegenen Rohöl-Entnahmen sanken die Lagerbestände. Dies schürte die Besorgnis über ein mögliches Defizit am Öl-Markt in den kommenden Monaten (Grafik 2).

## Schwache Konjunktur dämpft Aufwärtsrisiken

Solange das OPEC+-Kartell das Ölangebot künstlich knapphält, dürfte der Ölpreis über der Marke von 80 US-Dollar notieren. Die jüngsten Produktionskürzungen erwischten die Investoren auf dem falschen Fuss und bergen das Risiko eines Angebotsdefizits und eines weiteren Preisanstiegs. Es gibt aber auch Faktoren, welche diese Entwicklungen im Zaum halten: Die Weltwirtschaft ist noch längst nicht aus dem Schneider. Vor allem Chinas Konjunktur schwächelt weiter. Zudem besteht in unseren Augen weiterhin die Gefahr einer US-Rezession. Falls diese – entgegen unserer Erwartung – ausbleibt, sieht es nicht viel besser aus. Denn eine robustere US-Wirtschaft könnte die US-Notenbank Fed zwingen, länger an ihrem hohen Leitzins festzuhalten. Dies würde den US-Dollar stützen und den Ölpreis belasten, hängen die beiden doch in gegenläufiger Richtung voneinander ab (inverse Korrelation).

**Grafik 1: Löwenanteil der Kürzungen entfällt auf Saudi-Arabien**

Millionen Barrel pro Tag

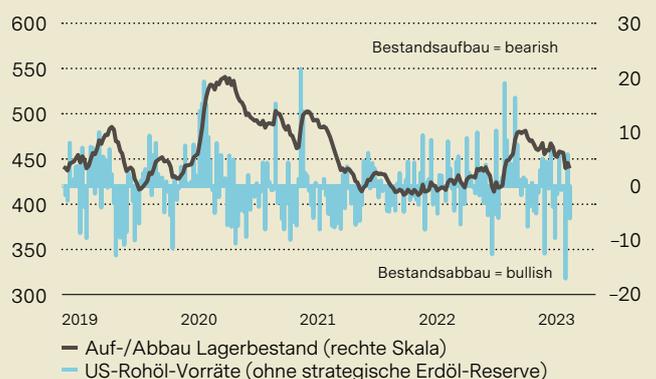


Quelle: LSEG, Vontobel

**Grafik 2: Rohöl-Lagerbestände sinken**

Barrel, in Tausend

Wöchentliche Veränderung, in Tausend



Quelle: LSEG, Vontobel

# US-Dollar bald wieder schwächer?



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

**Hohe US-Zinsen, eine robuste US-Wirtschaft und schleppende Investitionen aus dem Ausland liessen den US-Dollar diesen Sommer erstarren (Grafik 1). Dass der US-Leitzins seinen Höchststand demnächst erreicht haben dürfte und sich bei der US-Konjunktur eine Trendwende abzeichnet, spricht dafür, dass der US-Dollar in der zweiten Jahreshälfte an Wert verlieren könnte.**

Das Wirtschaftswachstum und die Zinsunterschiede zu anderen Ländern – seit Anfang 2021 massgebliche Triebkräfte der Stärke des US-Dollars – schrumpfen. Dies trübt den Ausblick für die Währung in den kommenden Monaten. Inzwischen stützen die Zinsunterschiede den US-Dollar weit weniger als noch Ende 2022, bevor die Zentralbanken in Europa ihre Geldpolitik strafften.

Was die zyklische Dynamik angeht, sind die USA der Eurozone bei der Geldpolitik voraus. Die US-Notenbank Fed begann mit ihren Leitzins-Anhebungen im März 2022, die Europäische Zentralbank (EZB) zog erst im Juli 2022 nach. Dass die USA bei der Inflationsbekämpfung mehr Fortschritt macht als Europa, stützt unsere Annahme, dass der US-Leitzins seinen Höchststand früher erreichen wird als jener der Eurozone und die Fed somit auch früher zu Leitzins-Senkungen übergehen wird als die EZB.

Die genauen Zeitpunkte sind aber schwer bestimmbar. Schwache Daten aus der Eurozone dämpften jüngst die Erwartung einer Zinserhöhung durch die EZB am 14. September. Die Anleger preisen aber immer noch ein geringes Zinserhöhungsrisiko (8 Basispunkte) ein. Rund die Hälfte von ihnen rechnet mit einer weiteren Erhöhung um 25 Basispunkte vor Jahresende. Dies ändert vorläufig aber nichts an unserer Einschätzung, dass der Euro weiterhin vom Zinsunterschied zwischen der Eurozone und den USA profitieren wird (Grafik 2).

### Verunsicherndes in Sicht

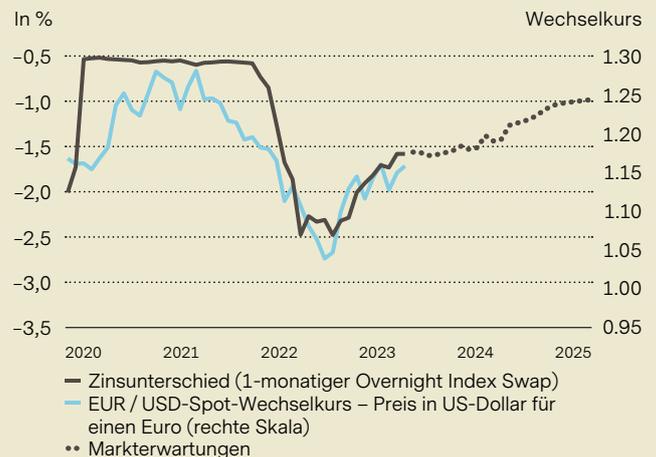
Früher im Jahr war die Hauptsorge der Anleger, richtig einzuschätzen, wann die Inflation ihren Höhepunkt erreichen würde, und wann, davon abhängig, der Leitzins auf seinem Höchststand angelangt sein würde. Diese Sorge erübrigt sich insoweit, als der Höhepunkt der Inflation bereits hinter uns liegt. Jüngst verlagerte sich die Besorgnis auf die ernüchternden Nachrichten aus China. Dessen Konjunkturschwäche könnte sich im weiteren Jahresverlauf erheblich auf den Euro/Dollar-Wechselkurs auswirken. Ihm käme eine Verbesserung der Lage in China zupass. Eine weitere Verschlechterung nach dem Sommer dagegen könnte sich weltweit negativ auf die Märkte auswirken. Damit könnte die Risikoaversion der Anleger steigen und der Euro in der zweiten Jahreshälfte an Wert verlieren.

**Grafik 1: US-Dollar erstarbt**



Quelle: Bloomberg, Vontobel

**Grafik 2: Zinsunterschied USA – Eurozone stützt Aufwärtstrend des Euro weiterhin**



Quelle: 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.

<b>BIP (IN %)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>AKTUELL<sup>1</sup></b>	<b>KONSENS 2023</b>	<b>KONSENS 2024</b>
Global (G20)	5,6	2,6	3,5	2,4	2,2
Eurozone	5,3	3,5	0,6	0,6	0,9
USA	5,9	2,1	2,6	2,0	0,8
Japan	2,3	1,1	2,0	1,6	1,0
Grossbritannien	8,5	4,0	0,4	0,2	0,5
Schweiz	4,3	2,0	0,7	0,8	1,4
Australien	5,3	3,6	2,3	1,5	1,4
China	8,4	3,0	6,3	5,2	4,6

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

<b>NOTENBANKZINSEN (IN %)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>AKTUELL</b>	<b>KONSENS 3 MONATE</b>	<b>KONSENS 12 MONATE</b>
EUR	-0,50	2,00	3,75	3,89	3,41
USD	0,25	4,50	5,50	5,50	4,50
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,07
GBP	0,25	3,50	5,25	5,60	4,95
CHF	-0,75	1,00	1,75	1,97	1,61
AUD	0,10	3,10	4,10	4,25	3,80
CNY	3,80	3,65	4,35	4,30	4,25

<b>RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>AKTUELL</b>	<b>KONSENS 3 MONATE</b>	<b>KONSENS 12 MONATE</b>
EUR (Deutschland)	-0,2	2,6	2,54	2,31	2,13
USD	1,5	3,9	4,25	3,86	3,62
JPY	0,1	0,4	0,66	0,68	0,72
GBP	1,0	3,7	4,45	4,09	3,62
CHF	-0,1	1,6	1,00	1,16	1,11
AUD	1,7	4,1	4,16	3,83	3,39

<b>WECHSELKURSE</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>AKTUELL</b>	<b>KONSENS 3 MONATE</b>	<b>KONSENS ENDE 2024</b>
CHF je EUR	1,04	0,99	0,96	0,98	0,98
CHF je USD	0,91	0,94	0,89	0,89	0,89
CHF je 100 JPY	0,79	0,72	0,61	0,65	0,65
CHF je GBP	1,23	1,12	1,11	1,13	1,13
USD je EUR	1,14	1,06	1,08	1,11	1,11
JPY je USD	115,00	130,00	146,00	136,00	136,00
USD je AUD	0,73	0,67	0,64	0,68	0,68
GBP je EUR	0,84	0,88	0,86	0,87	0,87
CNY je USD	6,37	6,91	7,29	7,10	7,10

<b>ROHSTOFFE</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>AKTUELL</b>	<b>KONSENS 3 MONATE</b>	<b>KONSENS 12 MONATE</b>
Brent-Rohöl, USD je Barrel	79	86	84	84	87
Gold, USD je Feinunze	1829	1824	1915	1975	2015
Kupfer, USD je Tonne	9720	8372	8360	8500	8802

<sup>1</sup> Neuste verfügbare Quartalsdaten

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

Quelle: Vontobel, jeweilige Statistikämter und Zentralbanken, Stand: 25. August 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](http://vontobel.com/CH/DE/Unternehmen-institutionen-research).

## Bewertungsgrundlagen und -methoden

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

## 2. Disclaimer und Quellenangabe

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

# 14 Rechtliche Hinweise

### 3. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

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

#### Informationen für Kunden aus Deutschland

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

#### Additional information for US institutional clients

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

#### Additional information for UK clients

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

#### Information for Italian investors

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



Bank Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zürich  
Schweiz  
[vontobel.com](http://vontobel.com)

