

100
years | Empowering
Investors

Vontobel

Investors' Outlook

Kontinentales Frühstück

Juli 2024



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Geschäftiges Treiben

6 Markt-Highlights

Zeit für eine Bestandsaufnahme

10 Anlageklassen im Fokus

14 Prognosen

17 Referenzen

Glossar und Quellen

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 September 2024)

Konzept
MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation
Vontobel

Bilder
Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss
26. Juni 2024

Bemerkungen
* Siehe «Analystenbestätigung» unter
«Rechtliche Hinweise» auf Seite 15

Kontinentales Frühstück



Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Geschätzte Leserschaft

Die politische Konstellation auf dem Alten Kontinent stand im Juni nach der Europawahl auf dem Prüfstand. Von Deutschland über die Niederlande und Italien bis Spanien zeigten die Wahlergebnisse einen markanten Rechtsruck. In Frankreich verkündete Präsident Macron vorgezogene Neuwahlen, nachdem der rechtsextreme Rassemblement National deutlich hinzugewonnen hatte. Dies führte zu Unsicherheit über den politischen Kurs des Landes und schürte Sorgen vor einem «Frexit». Es folgte ein Ausverkauf bei französischen Aktien, der auch andere europäische Märkte belastete.

Aus Anlegerperspektive halten wir Paris (und Europa insgesamt) derzeit für eine gute Idee. Die politischen Entwicklungen haben die Vermögenspreise innerhalb der Eurozone unter Druck gesetzt. Unser Augenmerk richtet sich indes auf einen oft übersehenen Teil der Speisekarte: das Potenzial europäischer Aktien. Diese hinken ihren US-Pendants hinterher, der Stoxx Europe 600 Index kann kaum mit den USA Schritt halten. Zudem scheinen sie vergleichsweise unterbewertet und bieten den Anlegern daher unseres Erachtens gute Gelegenheiten. Dies ist einer der Gründe, weshalb unser Investment Committee an seiner jüngsten Sitzung beschlossen hat, europäische Aktien von einer neutralen auf eine übergewichtete¹ Position hochzustufen.

Trotz der weit verbreiteten Konzentration auf Unzufriedenheit und Ärger, vor allem bei Themen wie Massenmigration und Klimawandel, und trotz der Sorgen, wie sich die aktuellen Umbrüche auf die Handels- und Regulierungspolitik und die Marktstabilität in Europa auswirken werden, dominieren im Europaparlament weiterhin Mitte-Rechts-Parteien. Die ausgewogenen politischen Ansätze dieser Parteien dürften ihren Einfluss untermauern und somit könnte die Lage in Europa stabiler sein, als es derzeit scheint.

Eine Machtverschiebung im französischen Parlament könnte inmitten eines EU-Defizitverfahrens zu höheren öffentlichen Ausgaben führen. Die Aussen- und Verteidigungspolitik fällt in Frankreich jedoch grösstenteils in den Zuständigkeitsbereich des Präsidenten. Folglich dürfte sich die Unsicherheit über die Haltung des Landes zur EU bis zu den nächsten Präsidentschaftswahlen, die für das Frühjahr 2027 vorgesehen sind, in Grenzen halten.

In den USA scheint der Arbeitsmarkt weitere Anzeichen einer Abkühlung aufzuweisen und einen Teil seiner bisherigen Dynamik einzubüssen. Die Zahl der neuen Stellen ist rückläufig und das Lohnwachstum lässt nach. Daraus lässt sich schliessen, dass sich der mit Ende der Pandemie eingetretene Boom wohl seinem Ende zuneigt. Vor diesem Hintergrund stellt die US-Notenbank Fed für den weiteren Jahresverlauf nur noch eine Zinssenkung in Aussicht. Der globale Kontext legt nahe, dass die Inflation kein grosses Problem mehr darzustellen scheint, da der Preisdruck weltweit auf ein überschaubares Mass zurückgegangen ist. Ersichtlich wird dies daran, dass einige Zentralbanken bereits die Zinsen gesenkt haben, während die Fed derzeit noch abwartet, bis mehr Klarheit in Bezug auf das Gleichgewicht zwischen Inflationskontrolle und Wirtschaftswachstum herrscht.

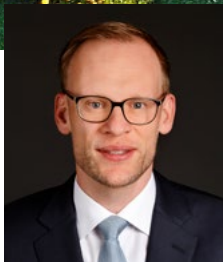
Auch diese Publikation wird über die Sommermonate eine Auszeit nehmen. Wir werden die globalen Marktentwicklungen weiter im Auge behalten und in unserer September-Ausgabe mit neuen Ideen zurückkehren.

Wir wünschen Ihnen eine aufschlussreiche Lektüre und geniessen Sie Ihren Urlaub! Europa ist immer eine gute Idee.

→ Webcast

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

¹ Siehe «Glossar und Quellen» auf Seite 17



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Geschäftiges Treiben

Der Juni mag nicht viel Abwechslung ins gesamtwirtschaftliche Menü gebracht haben, da die wichtigsten Indikatoren für die Weltwirtschaft seitwärts tendierten. Viele grosse Zentralbanken waren indes alles andere als untätig und setzten ihre Zinssenkungen fort, während die US-Notenbank Fed bei ihrer abwartenden Haltung blieb. Die europäische Politik servierte den Anlegern reichlich Unsicherheit, was die Stimmung an den Aktienmärkten trübte.

Zu den zinssenkenden Währungshütern zählte die Europäische Zentralbank (EZB), deren Schritt im Vorfeld ihrer Juni-Sitzung weithin publik gemacht worden war. Unterdessen überraschte die Bank of Canada die Märkte mit einer Senkung des Tagesgeldsatzes vor dem für Juli erwarteten Zinsschritt. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) senkte ihre Zinsen zum zweiten Mal und revidierte zudem ihre Inflationsprognosen abwärts.

Die Fed scheint sich in einem Dilemma zu befinden und wartet weiter ab. Sie verringerte die für 2024 erwarteten Zinssenkungen von 0,75 % auf 0,25 % – das entspricht nur noch einem Zinsschritt. Allerdings halten wir eine zweite Zinssenkung durchaus für möglich, da sich die US-Wirtschaft und insbesondere der Arbeitsmarkt einem Wende-

punkt nähern könnten. Obwohl der Arbeitsmarkt im historischen Vergleich immer noch stark anmutet, sind erste Risse erkennbar: Das Bureau of Labor Statistics meldete im April 8,06 Millionen offene Stellen, den niedrigsten Stand seit Februar 2021, und korrigierte die Zahl des Vormonats abwärts auf 8,36 Millionen.² Auch haben die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, ein Indikator für Entlassungen, zugenommen. Eine Umfrage der National Federation of Independent Business deutete im April darauf hin, dass kleine US-Unternehmen ihre geplanten Einstellungen zurückschrauben.³

In Europa sehen wir die jüngsten politischen Beben und die damit einhergehende Nervosität an den Märkten als Chance. Der späte Mini-Zyklus, in dem wir uns aktuell befinden, könnte der zyklischen Ausrichtung europäischer Aktien zu einem Schub verhelfen. Ausserdem erwarten wir eine positive Wende des Liquiditätsumfelds, wenn die EZB ihre Geldpolitik weiter lockert. Auch erscheint uns die Dynamik der Gewinne pro Aktie (EPS) in Europa recht robust, vor allem im Vergleich zu anderen Regionen. Weitere Einzelheiten zu unserer Asset Allocation finden Sie auf Seite 5.

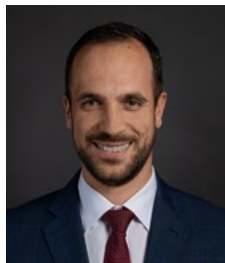
	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität		→				Wir bleiben in Liquidität untergewichtet, da wir davon ausgehen, dass andere Anlageklassen über neun bis zwölf Monate mehr Renditepotenzial bieten.
2 Anleihen		→				Wir bleiben in Anleihen leicht untergewichtet. Unserer Meinung nach werden zyklische Anlageklassen wie Aktien und Rohstoffe in der Regel eher von einem sich mittelfristig aufhellenden gesamtwirtschaftlichen Umfeld profitieren als Anleihen. Trotzdem können wir innerhalb der Sub-Anlageklassen ausgewählte Gelegenheiten erkennen, weshalb wir in Staatsanleihen und Hartwährungsanleihen von Schwellenländern übergewichtet sind. Sowohl Investment-Grade- als auch Hochzinsanleihen bleiben in unserem Portfolio untergewichtet.
3 Aktien				→		Wir bleiben in Aktien übergewichtet. Die jüngsten Marktschwankungen infolge der politischen Entwicklungen in der Eurozone haben unserer Ansicht nach eine Kaufgelegenheit geschaffen. Insbesondere die Bedenken über die Wahlen in Frankreich erscheinen uns unbegründet. In der Vergangenheit haben sich politische Unwägbarkeiten an den Aktienmärkten als kurzlebige Trends erwiesen. Folglich sind wir nach dem jüngsten Ausverkauf in zyklisch orientierten Aktien aus Europa übergewichtet, nachdem wir zuvor neutral waren. Die Region könnte von einer weiteren geldpolitischen Lockerung der Europäischen Zentralbank (EZB) zugunsten des Liquiditätsumfelds profitieren. Unterdessen bleibt die Entwicklung der Gewinne pro Aktie robust und die Bewertungen erscheinen uns attraktiv. Zur Finanzierung dieser Umschichtung sind wir in Schweizer Aktien nun untergewichtet (zuvor neutral). Wir begründen diesen Schritt mit dem weniger vorteilhaften Ausblick für die Gewinne pro Aktie und den potenziellen negativen Auswirkungen eines starken Schweizer Frankens auf exportorientierte Unternehmen des Landes. Unsere Positionen in anderen Regionen bleiben unverändert. So sind wir in den USA unverändert übergewichtet sowie in Japan und in den Schwellenländern neutral.
4 Gold				→		In Gold sind wir nach wie vor übergewichtet. Gold bleibt eine der stärksten Anlageklassen des Jahres 2024. Die jüngste Atempause der Goldhausse lässt sich auf Gewinnmitnahmen, die Neubewertung der künftigen Zinspolitik der US-Notenbank Fed und eine nachlassende Nachfrage der Zentralbanken, insbesondere aus China, zurückführen. Die künftige Wertentwicklung von Gold hängt von mehreren Faktoren ab, darunter der künftige Nachfrage der Zentralbanken, der Markterwartungen mit Blick auf die Fed oder der Attraktivität des Edelmetalls als «sicherer Hafen». Insgesamt überwiegen unserer Meinung nach die positiven Faktoren gegenüber den negativen.
5 Rohstoffe			→			Wir bleiben für Rohstoffe neutral. Wir sind der Meinung, dass eine Erholung der Weltwirtschaft diese zyklische Anlageklasse beflügeln könnte. Wir unterschätzen die Marktteilnehmer unserer Ansicht nach das Potenzial für Konjunkturanreize durch die chinesische Regierung. Zudem könnten Rohstoffe von zunehmenden geopolitischen Risiken wie einer möglichen Eskalation des Konflikts im Nahen Osten profitieren.
6 Alternative Strategien			→			Für alternative Fonds und Immobilien bleiben wir neutral. Bei Ersteren bevorzugen wir versicherungsgesundene Wertschriften. Diese korrelieren wenig mit den traditionellen Finanzmärkten, da ihre Wertentwicklung an spezifische Versicherungsereignisse geknüpft ist. Dieses Merkmal kann zu einer Verringerung des Gesamtrisikos im Portfolio beitragen.

6 Markt-Highlights



Zeit für eine Bestandsaufnahme

Ende 2023 haben wir unser wirtschaftliches Basisszenario für 2024 vorgestellt. Damals gingen wir von einer aufgeschobenen (aber nicht aufgehobenen) Rezession, verhaltenem Inflationsdruck und Zinssenkungen durch die Zentralbanken aus. Vielerorts ist dies bereits eingetreten.



Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Die aggressiven Zinserhöhungen der globalen Zentralbanken haben ihre Spuren hinterlassen. Dies gilt besonders für die «zinssensitiven» Volkswirtschaften dieser Welt (Grafik 1). Ein solches Beispiel ist Schweden – eigentlich eines der wohlhabendsten Länder Europas – das aufgrund seiner Präferenz für Hypotheken mit variablem Zinssatz mit sinkenden Häuserpreisen und einer flauen Bautätigkeit zu kämpfen hat und im dritten Quartal 2023 in eine technische Rezession eingetreten ist.⁴ Auch 2024 ist das Land noch nicht aus dem Schneider: Die Zahl der schwedischen Konkurse ist im April 2024 um 72 % gegenüber dem Vorjahr gestiegen,⁵ während die schwedische Arbeitslosenquote im Mai knapp 9 % betrug.⁶ Europa und Grossbritannien rutschten gegen Jahresende ebenfalls in eine Rezession ab.

Andere Länder sind zwar an einer Rezession im Sinne der technischen Definition vorbeigeschrammt, haben aber trotzdem keinen Grund zur Freude. In Kanada beispielsweise ist die Zahl der Insolvenzen im ersten Quartal 2024 um 32 % (im Vergleich zum Vorquartal) bzw. 87 % (im Vergleich zum Vorjahresquartal) gestiegen.⁷ Laut einer Umfrage der Organisation für die Entwicklung von Führungskräften «The Executive Committee (TEC)» gehen 46 % der kanadischen CEOs davon aus, dass sich

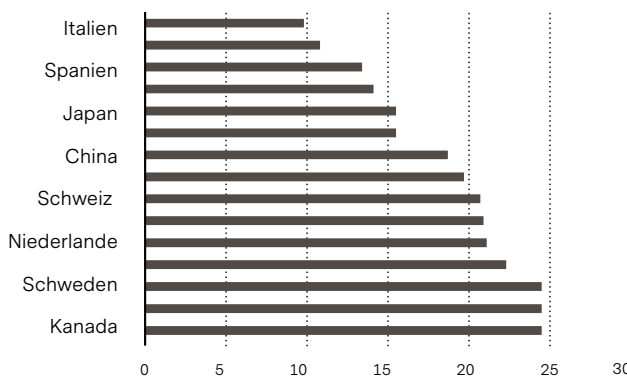
Kanada entweder bereits in einer Rezession befindet oder dass sich eine Rezession anbahnt.⁸ Und auch die Schweizer Wirtschaft – die im internationalen Vergleich noch relativ gut dasteht – hat aufgrund ihrer Exportorientiertheit die Schwäche wichtiger Handelspartner (wie der Eurozone) zu spüren bekommen.⁹

Es ist daher wenig überraschend, dass gerade diese Regionen in den letzten Monaten einen deutlichen Rückgang der Inflation erlebt haben. In Schweden kletterte der Verbraucherpreisindex mit einem festen Zinssatz im Mai «nur» noch um 2,3 % gegenüber dem Vorjahr¹⁰, in der Eurozone stiegen die Konsumentenpreise um 2,6 %, ¹¹ in Kanada um 2,9 %. ¹² In Grossbritannien ist die Inflation im Mai auf das 2 %-Ziel der Bank of England gesunken, in der Schweiz befindet sie sich bereits seit letztem Jahr wieder innerhalb des Zielbands der SNB.

Infolgedessen haben die ersten Währungshüter begonnen, die Geldpolitik zu lockern. Den Startschuss gab die SNB die im März zum ersten Mal die Zinsen senkte und im Juni noch einmal nachlegte. Wenig später zogen auch die schwedische Riksbank (Mai), die Bank of Canada und die EZB nach (Juni).

Grafik 1: Zinssensitive Volkswirtschaften sind besonders exponiert

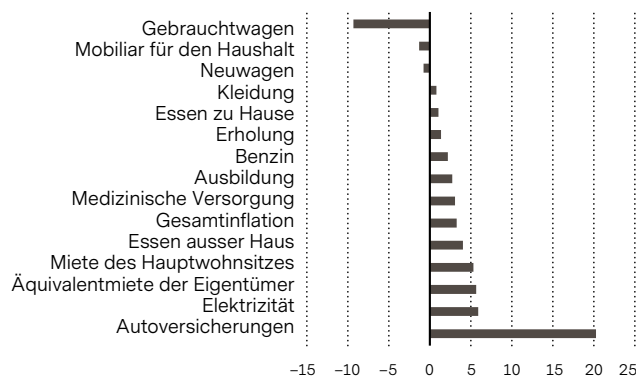
Private Schuldendienstquote (nichtfinanzieller Sektor) in %



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per Q4 2023.

Grafik 2: Nachhinkende Inflations-Komponenten wie Autoversicherungen stiegen stark an

Ausgewählte US-Inflationskomponenten (Veränderung in % ggü. Vorjahr)



Anmerkung: Die Inflation in der Autoversicherung gilt als nachlaufender Indikator für die Inflation, da Änderungen bei den Versicherungsprämien häufig auf Daten und Ereignisse der Vergangenheit zurückzuführen sind. Versicherungsgesellschaften verwenden historische Daten über Schadensfälle, Unfälle, Reparaturkosten, medizinische Kosten und andere Faktoren, um ihre Tarife festzulegen. Wenn also die allgemeine Inflation steigt, dauert es eine gewisse Zeit, bis sich diese Kostensteigerungen in den Daten niederschlagen, die die Versicherer für die Festlegung ihrer Prämien verwenden. Infolgedessen reagiert die Autoversicherungsinflation in der Regel mit Verzögerung auf Veränderungen der allgemeinen Inflation und ist somit ein nachlaufender Indikator.

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per Mai 2024.

Und was ist mit den USA?

In der für die globalen Finanzmärkte wichtigsten Region – den USA – sieht die Sache jedoch anders aus. Die US-Wirtschaft steckt die hohen Zinsen deutlich besser weg als von uns angenommen; die Rezession ist (bislang) nicht eingetreten. Dies liegt einerseits daran, dass sich viele Firmen und Konsumenten günstige Finanzierungsbedingungen gesichert haben und die negativen Auswirkungen der höheren Zinsen (noch) nicht zu spüren bekommen haben.

Ein weiterer Grund ist der US-Arbeitsmarkt, der noch immer sehr robust ist (zu viel Arbeitskräftenachfrage trifft auf zu wenig Arbeitskräfteangebot). Dies hat es den Verbrauchern erlaubt, fleissig weiter zu konsumieren, und die Wirtschaft gestützt.

Die widerstandsfähige US-Wirtschaft hat noch eine weitere Konsequenz: Durch die ausbleibende Rezession konnte die Inflation noch nicht vollends in die Knie gezwungen werden. Die US-Konsumentenpreise lagen im Mai mit 3,3% noch immer deutlich über dem 2%-Ziel der US-Notenbank Fed.¹³ Dies liegt nicht nur an der Knappheit am Häusermarkt, die die Dienstleistungsinflation hoch hält, sondern auch an eher «exotischen» und von uns nicht erwarteten Sondereffekten wie hohen Preisen für Autoversicherungen (die im Mai um ganze 20,3% gegenüber dem Vorjahr gestiegen sind, Grafik 2).

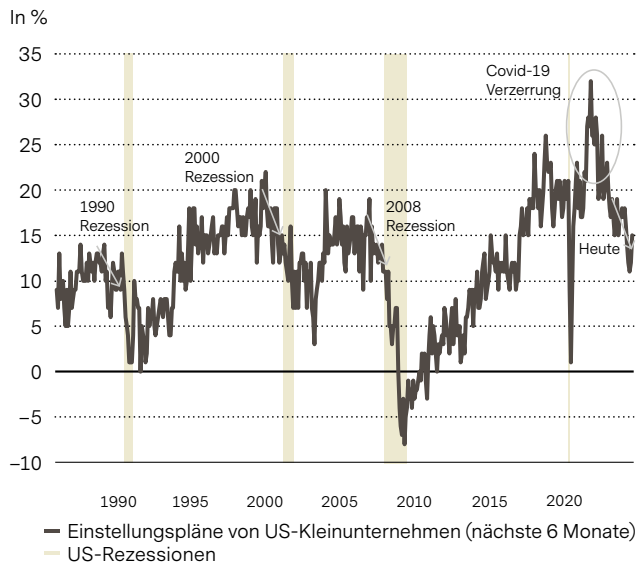
Die Fed gibt sich daher betont gelassen, wenn es um Zinssenkungen geht. An ihrer Juni-Sitzung veröffentlichte sie (auf den ersten Blick eher restriktive) aktualisierte Prognosen. Einerseits erhöhte sie die Prognose für die Kerninflation (2024: von 2,6% auf 2,8%, 2025: von 2,2% auf 2,3%). Andererseits reduzierte sie die Höhe und Anzahl der für 2024 erwarteten Zinssenkungen (statt 0,75% neu 0,25%, was nur noch einer einzigen Zinssenkung entspricht).¹⁴

Laut einer Umfrage der Bank of America geht mittlerweile praktisch keiner der befragten Investoren mehr von einer «harten Landung», das heisst einer Rezession, aus (5%). Viel wahrscheinlicher scheint eine «weiche» (64%) oder «keine Landung» (26%).¹⁵

Wie könnte es in der zweiten Jahreshälfte weitergehen?

Um bei der Flugzeug-Analogie zu bleiben: In unseren Augen kann das Flugzeug durchaus noch eine Weile weiterfliegen. Irgendwann dürfte aber auch dem grössten «Jet» (bzw. der grössten Volkswirtschaft) das Kerosin ausgehen. Während der US-Arbeitsmarkt im historischen Vergleich noch immer robust ist, haben sich in den letzten Monaten erste Anzeichen einer Abkühlung gezeigt. Gemäss dem Bureau of Labor Statistics waren im April 8,06 Millionen freie Stellen ausgeschrieben – der niedrigste Stand seit Februar 2021. Gleichzeitig wurde die Vormonatsszahl nach unten korrigiert (8,36 Millionen).

Grafik 3: Einstellungsabsichten sind zurückgegangen; früher waren Entlassungen der nächste Schritt

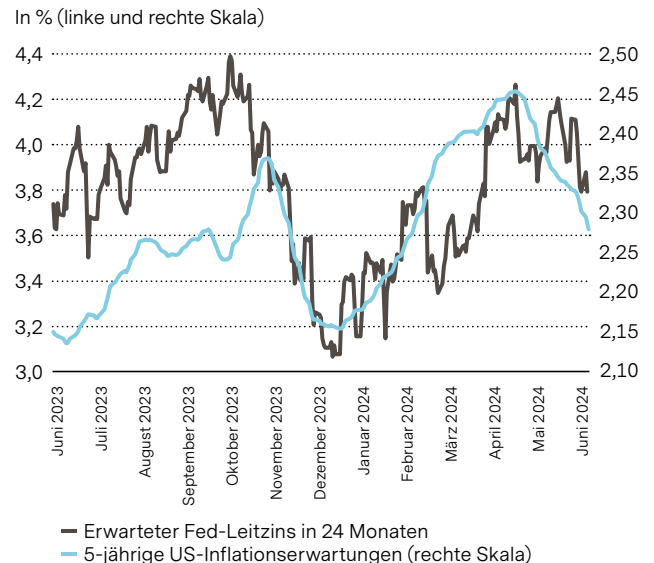


Die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, die als «Beinahe-Echtzeit-Indikator» für den Arbeitsmarkt gelten, steigen seit einiger Zeit an.¹⁶ Einer Umfrage der National Federation of Independent Business zufolge schrauben die kleinen US-Unternehmen ihre Einstellungspläne zurück. Dies lastete in der Vergangenheit auf dem Wirtschaftswachstum (Grafik 3).

Der Konsument scheint ebenfalls zu schwächeln. Die Detailhandelsumsätze stiegen im Mai um gerade einmal 0,1 %, nachdem sie im April um 0,2 % gesunken waren,¹⁷ so das United States Census Bureau. Daten der New York Federal Reserve zeichnen ein ähnliches Bild. Der Anteil der Kreditkartenschulden, die seit mehr als 90 Tagen (und damit «ernsthaft») überfällig sind, ist im ersten Quartal 2024 auf 10,7 % gestiegen. Vor einem Jahr waren es «nur» 8,2 %.¹⁸

Auch in der zweiten Jahreshälfte sollte man sich unseres Erachtens keine allzu grossen Sorgen um die US-Inflation machen. Warum? Erstens sind die realen (inflationsbereinigten) Zinssätze restriktiv – sie sind derzeit ganze 7 % höher als vor zwei Jahren! Zweitens scheinen die globalen Lieferketten trotz der Spannungen im Roten Meer im Grossen und Ganzen intakt zu sein – zumindest, wenn man dem «Global Supply Chain Pressure Index» der New York Federal Reserve glauben darf. Drittens hat sich auch die Güterinflation beruhigt. Bei einigen Gütern (wie Autos)

Grafik 4: Inflationserwartungen erreichten im April Höchststand, besänftigen Fed-Sorgen



gibt es aufgrund der hohen Lagerbestände sogar Deflation. Viertens exportiert die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt China tieferen Preisdruck «in die Welt hinaus». Fünftens sind auch die US-Inflationserwartungen gut verankert. Dies dürfte die Inflationssorgen der Fed etwas zerstreuen (Grafik 4).

In Bezug auf die Geldpolitik sind wir der Meinung, dass man die aktualisierten Fed-Prognosen nicht überinterpretieren sollte. Fed-Vorsitzender Jerome Powell liess bereits durchblicken, dass der von der Fed erwartete, zukünftige Zinspfad «eine sehr knappe Entscheidung»¹⁹ gewesen ist. Zudem beschrieb er die höheren Inflationsprognosen als «konservativ». Auch andere Fed-Kollegen sehen Grund zu verhaltenem Optimismus. Gouverneurin Adriana Kugler zufolge entwickelt sich die Wirtschaft «in die richtige Richtung». Wenn dies so weitergehe, sei es «später im Jahr»²⁰ an der Zeit, mit der Lockerung der Geldpolitik zu beginnen. In unseren Augen ist es daher wahrscheinlich, dass die Fed dieses Jahr mehr als einen Zinsschritt vornehmen wird.

Entwicklung der geldpolitischen Erwartungen für das Jahr 2024?



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Anfang 2024 gingen die Marktteilnehmer von einer bedeutenden Lockerung der Geldpolitik und mehreren Zinssenkungen aus. Der erwartete zügige Rückgang der Inflation würde den Weg freimachen für Zinssenkungen der US-Notenbank Fed. Allerdings blieb die Inflation un-erwartet hartnäckig, was diese Annahme rasch zunichtemachte. Die Fed bestätigte ebendies an ihrer Juni-Sitzung mit der Veröffentlichung des sogenannten «Dot Plot».

Die augenfälligste Veränderung besteht in einer Anpassung der Median-Prognose von drei Zinssenkungen in diesem Jahr auf mittlerweile nur mehr eine. Für die Zukunft deuten die Prognosen nun auf eine jährliche Lockerung um 100 Basispunkte (Bp.) in den Jahren 2025 und 2026 hin, statt wie bisher 75 Bp. Der endgültige Ziel-Zinssatz für 2026 bleibt bei 3,125 %. Für dieses Jahr rechnen die Händler nur noch mit einer oder allenfalls zwei Zinssenkungen (Grafik 1).

Die Verlautbarung schlug einen etwas optimistischeren Ton an, indem sie «moderate weitere Fortschritte» in Richtung des Inflationsziels einräumte – immerhin eine Abkehr von früheren Bedenken über «fehlende weitere

Fortschritte». Zudem ist der Dot Plot recht ausgewogen.²¹ Nachdem sich die wirtschaftlichen Variablen in den letzten beiden Monaten in die richtige Richtung bewegt haben, wird es immer wahrscheinlicher, dass die Fed die Gelegenheit für eine Lockerung ihrer Geldpolitik ergreifen wird.

Noch vor drei Jahren boten US-Staatsanleihen den Anlegern nur ein sehr geringes Renditepolster.²² Bis Mitte 2021 hätte ein Anstieg der 10-jährigen Rendite um knapp 20 Bp. zu Verlusten bei der Gesamtrendite geführt. Heute bieten 10-jährige Staatsanleihen bei den aktuellen Renditen einen Puffer von beinahe 60 Bp. Damit die Gesamtrendite über ein Jahr negativ wird, müssten die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen über 4,8 % steigen. (Grafik 2).

Wachsamkeit an den Anleihenmärkten ein Muss

Die Renditeaufschläge sind in den letzten Monaten gesunken, wobei sich sowohl Investment-Grade- als auch Hochzinsanleihen den tiefsten Niveaus seit der globalen Finanzkrise näherten. Die optionsbereinigten Renditeaufschläge für Hochzinsanleihen lassen auf eine robuste Risikobereitschaft schliessen, die stabil erscheint und keine Anzeichen einer Notlage zeigt. Angesichts der anhaltenden wirtschaftlichen Unsicherheit stehen Hochzinsanleihen jedoch vor erheblichen potenziellen Herausforderungen. Der erwartete Anstieg der Ausfallquoten in Verbindung mit den Auswirkungen einer sehr aggressiven Geldpolitik dürfte dieses Marktsegment künftig unter Druck setzen.

Grafik 1: Vom Markt eingepreiste Anzahl von Zinsschritten der US-Notenbank Fed für 2024

Anzahl Zinsschritte



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

Grafik 2: Renditepolster 10-jähriger US-Staatsanleihen über einjährigen Zeithorizont

In %



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

Die zwei Seiten der Medaille



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

US-Aktien setzten im Juni einen neuen Meilenstein: Der S&P 500 Index erklomm sein 31. Allzeithoch seit Jahresbeginn,²³ was wiederum in erster Linie den Technologiewerten zu verdanken war. Im Gegensatz dazu gerieten die Indizes der Eurozone, die bis Ende Mai noch mit den technologielastrigen US-Märkten Schritt halten konnten, Anfang Juni in einen perfekten Sturm, der zu Marktkapitalisierungsverlusten in Milliardenhöhe führte. Könnten diese Turbulenzen Kaufgelegenheiten schaffen? Unseres Erachtens ja.

Historisch gesehen sind Wahljahre mit einer starken Marktpartenance verbunden, und 2024 markierte den stärksten Start in ein Wahljahr aller Zeiten.²⁴ Nvidia überschritt kürzlich einen Börsenwert von 3 Billionen US-Dollar²⁵ und ist damit seit 1926 das zwölfte Unternehmen mit der höchsten Gewichtung im S&P 500 Index. Damit zog der Konzern sowohl an Microsoft als auch an Apple vorbei. Nvidia hat seit Jahresbeginn mehr als 40 % zur Performance des Index beigetragen, wobei der US-Technologiesektor insgesamt über 50 % ausmacht.

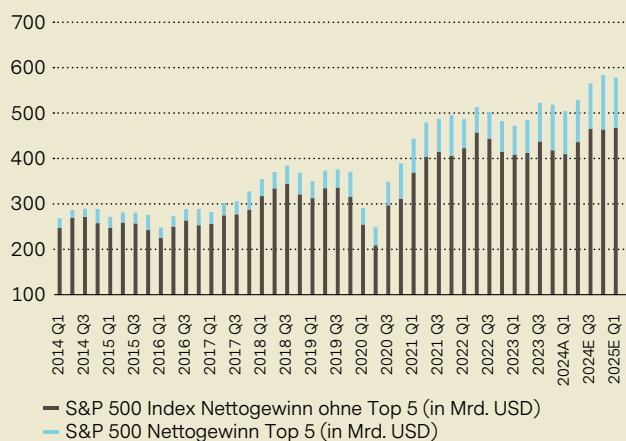
Die Konzentration der Marktgewinne auf eine Handvoll US-Aktien, hat die Anleger verständlicherweise verunsichert. Diese Aktien haben jedoch ein aussergewöhnliches Wachstum des Gewinns pro Aktie (EPS) unter Beweis gestellt, das in den vergangenen zwölf Monaten im Durchschnitt bei fast 40 % lag (Grafik 1). Da sie ausserdem in der Lage sind, sich aus makroökonomischen Schwierigkeiten herauszuhalten, sehen wir uns darin bestärkt, US-Aktien in den Portfolioallokationen überzugeschichten.

Für Aktien der Eurozone spielen mehrere Themen eine Rolle. Dazu gehört das Ergebnis der französischen Wahlen, die auf ein Erstarken rechtsgerichteter Tendenzen hindeuten, was wiederum an die Eurokrise von 2015 erinnert. Ein weiterer Aspekt ist die Einführung von Zöllen auf chinesische Elektrofahrzeuge, die zu Vergeltungsmassnahmen führen könnten. All dies sorgte für Nervosität an den Märkten sowie dafür, dass beträchtliche Kapitalsummen aus der Region abgezogen wurden. Wir erachten diese Situation aus verschiedenen Gründen als Gelegenheit.

Erstens waren politische Entwicklungen, die sich an den Aktienmärkten niederschlagen waren in der Vergangenheit nur vorübergehend von Relevanz. Zweitens erwarten wir positive Liquiditätsimpulse für die Region, da die EZB ihre Geldpolitik weiter lockert (Grafik 2). Dies dürfte Aktien der Eurozone, die für gewöhnlich zyklischer Natur sind, zugutekommen. Drittens weisen die Aktien der Eurozone verglichen mit anderen Regionen weisen eine solide Gewinndynamik auf und sind attraktiv bewertet.

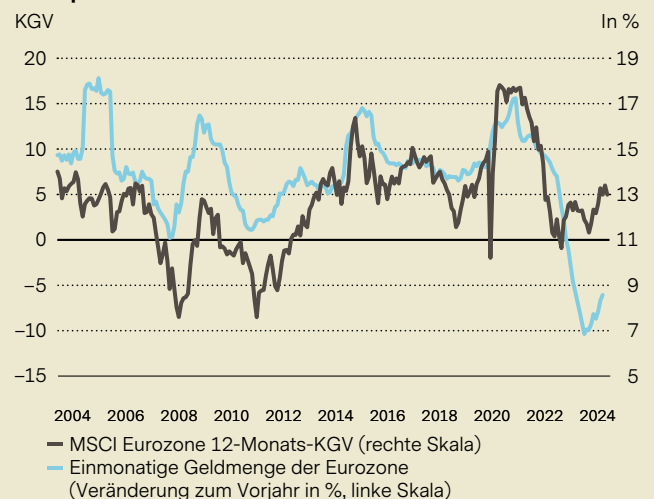
Grafik 1: Überflieger

S&P 500 Index – vierteljährlicher Nettogewinn (in Mrd. USD)



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 21. Juni 2024.

Grafik 2: Liquiditätsimpulse dürften die Bewertungs-multiplikatoren in der Eurozone verbessern und stützen



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 21. Juni 2024.

Gold – Warten auf das Abdanken von «König Dollar»



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Gold bleibt auch 2024 eine der stärksten Anlageklassen. Nachdem es Mitte April kurzzeitig ein Allzeithoch von 2412 US-Dollar markiert und sich Mitte Mai erneut diesem Niveau genähert hatte, tendieren die Preise wieder verhaltener. Für diese Atempause in der Preisentwicklung waren verschiedene Faktoren verantwortlich.

Positive Konjunkturmeldungen wirken sich häufig negativ auf Gold aus. Das widerstandsfähige Wachstum in den USA, eine hartnäckige Inflation und eine zunehmend restriktive Rhetorik der US-Notenbank Fed veranlassten einige Anleger zu der Annahme, die Zinsen könnten später als erwartet gesenkt werden. Als renditelose Anlage bietet Gold im Gegensatz zu Aktien oder Anleihen weder Dividenden noch Coupons. Somit büsst das Edelmetall an Attraktivität ein, wenn Zinssenkungen aufgeschoben werden.

Schwächt sich die Nachfrage der Zentralbanken ab?

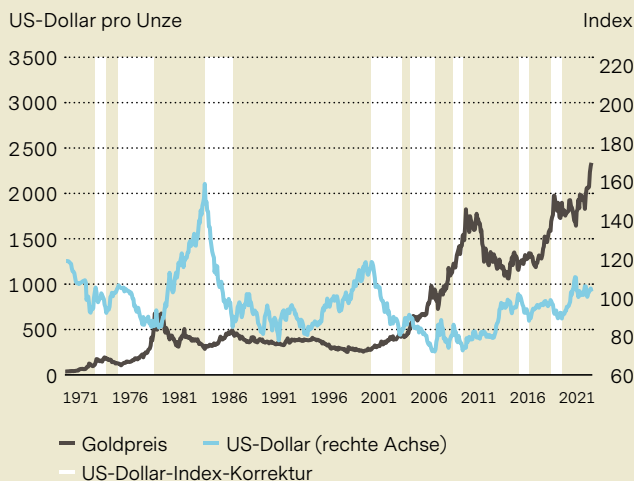
In den vergangenen beiden Jahren war deren Goldnachfrage hoch: In den Jahren 2022 und 2023 machte sie beinahe ein Viertel der jährlichen Nachfrage nach dem Edelmetall aus. Im ersten Quartal 2024 bauten die Zentralbanken ihre Bestände um weitere 290 Tonnen (netto) aus. Jüngste Daten lassen jedoch vermuten, dass sich

die Nachfrage der Zentralbanken abschwächt. So stockt China, der grösste Käufer aus dem öffentlichen Sektor, seine Goldreserven seit Mai nicht mehr auf.

Die künftige Wertentwicklung von Gold hängt von mehreren Faktoren ab, darunter der Glaubwürdigkeit der Fed mit Blick auf die Inflationsbekämpfung, die künftige Geldpolitik der Fed mit all ihren Auswirkungen (z.B. ein schwächerer US-Dollar), der künftigen Nachfrage der Zentralbanken sowie Überlegungen im Zusammenhang mit dem Status von Gold als «sicherer Hafen». Es werden ungebrochen Hoffnungen auf niedrigere Zinsen in den USA gehegt: Die Anleger erwarten bis Ende 2024 nach wie vor zwei Fed-Zinssenkungen, was letztlich zum Höhepunkt des US-Dollars führen sollte. In der Vergangenheit waren Höhepunkte des US-Dollar positiv für Gold (Grafik 1).

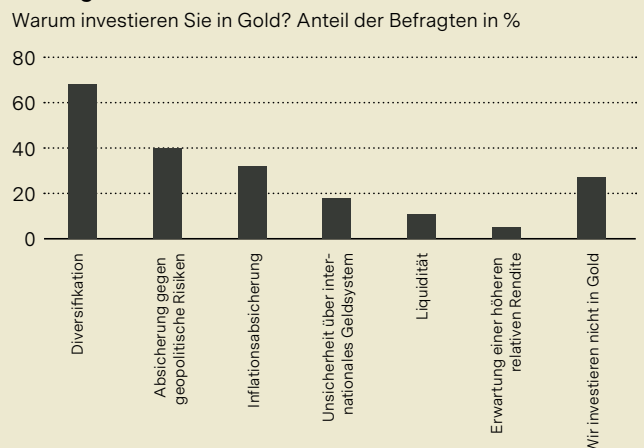
Was die künftige Nachfrage der Zentralbanken angeht, so bleiben unserer Ansicht nach die längerfristigen strukturellen Faktoren intakt. Der vom Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF) durchgeführten Umfrage «Global Public Investor 2024»²⁸ zufolge stehen Diversifizierung und geopolitische Überlegungen für viele politische Entscheidungsträger an oberster Stelle (Grafik 2). Darüber hinaus sind die Bestände der Zentralbanken in den Schwellenländern nach wie vor niedriger als in den Industrieländern. Dies legt nahe, dass es auch künftig zu einer verstärkten Nachfrage der Zentralbanken (besonders aus den Schwellenländern) kommen könnte. In geopolitischer Hinsicht könnte unseres Erachtens eine leichte Übergewichtung von Gold vorteilhaft sein, falls unerwartete Risikoereignisse eintreten sollten (z.B. in Bezug auf den Krieg zwischen Russland und der Ukraine, den Nahen Osten oder die US-Wahlen).

Grafik 1: Dollar-Spitze historisch positiv für Gold



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 16. Juni 2024.

Grafik 2: Diversifikation und Geopolitik als wichtige Treiber



Quelle: Official Monetary and Financial Institutions Forum's Global Public Investor 2024, Vontobel.

Wer auf schwächeren US-Dollar hofft, braucht Geduld



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

In den kommenden Monaten dürften zwei wesentliche Faktoren die Devisenmärkte beeinflussen: Erstens könnten weitere Anzeichen für eine Desinflation in den USA die US-Notenbank Fed dazu ermutigen, die lang erwarteten Zinssenkungen einzuleiten. Zweitens könnte ein Aufstieg des rechtsextremen Rassemblement National von Marine Le Pen in Frankreich zu einem Konflikt mit Brüssel über die Entwicklung der französischen Staatsschulden führen.

Wer mit einem sinkenden US-Dollar rechnet, könnte kurzfristig vor hartnäckigen Herausforderungen stehen: Politische Unwägbarkeiten machen das Finanzumfeld komplexer. Dies kommt zu einem besonders ungünstigen Zeitpunkt, da die Erwartungen einer nachlassenden Inflation in den USA ansonsten für eine dringend nötige Entspannung gesorgt hätten. Unseres Erachtens dürfte die aktuelle Phase der geldpolitisch bedingten US-Dollar-Käufe nachlassen, sobald sich die Wirtschaftsdaten in den USA ändern und die Fed mit ihren Zinssenkungen beginnt. Wir sind der Meinung, dass ein erhebliches Potenzial für einen Renditerückgang bei kurzfristigen US-Staatsanleihen besteht, was den US-Dollar belasten würde (Grafik 1). Das Hauptrisiko für unsere negativen Erwartungen für

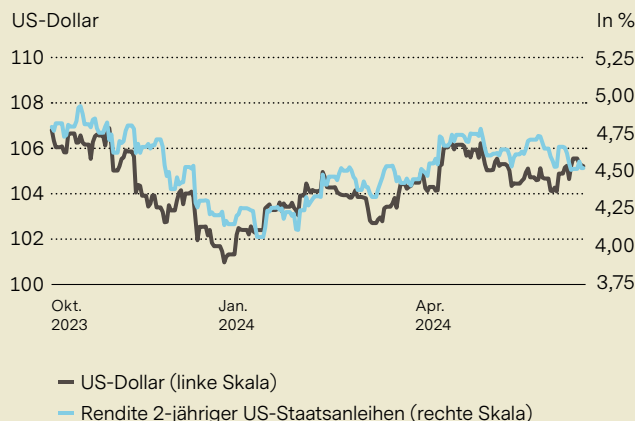
den US-Dollar besteht darin, dass die Fed 2024 ihre Zinsen unverändert lassen könnte.

Auswirkungen der Wahlen in Frankreich auf die globalen Märkte

Obwohl wir gewöhnlich davon ausgehen, dass sich Ereignisse in Paris auf Frankreich oder höchstens auf Europa beschränken, hat die aktuelle Situation die globalen Finanzmärkte stärker als sonst beunruhigt. Es wird diskutiert, dass die Wahlen in Frankreich die Grande Nation von der EU entfremden könnten. Angesichts des Präzedenzfalls, den der Brexit geschaffen hat, lässt sich dies nicht als reines Gedankenspiel abtun. Der Euro leidet unter der sich rapide verschlechternden politischen Situation, was die Anleger normalerweise zu einem Rückzug aus der Währung veranlassen würde. Die Aussicht auf einen sogenannten «Frexit» ist plötzlich zu einer handfesten Sorge geworden und verunsichert die Finanzmärkte. Der Euro erholte sich Mitte April von seinen zu Beginn des Jahres markierten Tiefstständen, gibt in diesem Monat aber einen Teil dieser Gewinne wieder ab (Grafik 2).

Die politische Instabilität in Frankreich hat zur Folge, dass die finanzielle Robustheit der Gemeinschaftswährung noch stärker ins Visier gerät. Auch wenn Frankreich in Sachen Wirtschaft gewöhnlich als europäisches Kernland erachtet wird, ist seine Schulden- und Defizitentwicklung in vielerlei Hinsicht derzeit besorgniserregender als in den Peripherieländern. Bis die Ergebnisse der letzten Wahlrunde am 7. Juli in Frankreich feststehen, dürfte der Euro daher unter Druck bleiben.

Grafik 1: Renditerückgang bei kurzen Laufzeiten erwartet



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 24. Mai 2024.

Grafik 2: Erholung des Euro von Jahrestiefs



Konjunktur und Finanzmärkte 2022 – 2025

Die folgende Liste zeigt für Bruttoinlandprodukt (BIP), Inflation / Inflationserwartung, Notenbankzinsen, zehnjährige Staatsanleihen, Wechselkurse und Rohstoffe die effektiven Werte, Wechselkurse und Preise für die Jahre 2022 und 2023 sowie die Konsens-Prognosen für die Jahre 2024 und 2025.

BIP (IN %)	2022	2023	AKTUELL ¹	KONSENS 2024	KONSENS 2025
Global (G20)	2,9	3,0	2,5	2,7	2,6
Eurozone	3,4	0,4	0,4	0,7	1,4
USA	1,9	2,5	2,9	2,4	1,8
Japan	1,0	1,9	-0,1	0,3	1,1
Grossbritannien	4,5	0,3	0,2	0,7	1,2
Schweiz	2,7	0,7	0,8	1,2	1,5
Australien	3,8	1,9	2,1	1,3	2,2
China	3,0	5,2	5,3	4,9	4,5

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

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR	2,50	4,50	4,25	3,35	2,65
USD	4,50	5,50	5,50	5,30	4,40
JPY	-0,10	-0,10	0,08	0,06	0,28
GBP	3,50	5,25	5,25	4,95	3,95
CHF	1,00	1,75	1,25	1,14	0,97
AUD	3,10	4,35	4,35	4,20	3,60
CNY	3,65	3,45	4,35	4,25	n.a.

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR (Deutschland)	2,6	2,0	2,40	2,31	2,24
USD	3,9	3,9	4,25	4,33	4,02
JPY	0,4	0,6	1,00	1,07	1,23
GBP	3,7	3,5	4,06	3,92	3,62
CHF	1,6	0,7	0,65	0,77	0,79
AUD	4,1	4,0	4,22	4,19	3,92

WECHSELKURSE	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
CHF je EUR	0,99	0,93	0,96	1,00	1,00
CHF je USD	0,94	0,84	0,89	0,92	0,90
CHF je 100 JPY	0,72	0,60	0,56	0,61	0,62
CHF je GBP	1,12	1,07	1,13	1,18	1,16
USD je EUR	1,06	1,10	1,07	1,09	1,11
JPY je USD	130,00	141,00	160,00	150,00	145,00
USD je AUD	0,67	0,68	0,67	0,68	0,69
GBP je EUR	0,88	0,87	0,85	0,86	0,85
CNY je USD	6,91	7,10	7,26	7,20	7,18

ROHSTOFFE	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
Brent-Rohöl, USD je Barrel	86	77	85	85	79
Gold, USD je Feinunze	1824	2063	2330	2330	2200
Kupfer, USD je Tonne	8372	8559	9683	9500	9985

¹ Neuste verfügbare Quartalsdaten

² Neuste verfügbare Monatsdaten, G20-Daten nur vierteljährlich

Quelle: Vontobel, jeweilige Statistikämter und Zentralbanken, Stand: 24. Juni 2024

Offenlegungen und Disclaimer

1. Analystenbestätigung

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

Der «Investors' Outlook» enthält regelmässig auch Informationen zu hauseigenen Fondsprodukten der Vontobel. Dem insoweit bestehenden Risiko eines Interessenkonflikts aufgrund bestehender wirtschaftlicher Interessen trägt die Bank dadurch Rechnung, dass die Auswahl der jeweils dargestellten Eigenprodukte durch die von den Sales-Bereichen der Bank unabhängige, organisatorisch und 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

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

16 Rechtliche Hinweise

3. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

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

Informationen für Kunden aus Deutschland

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

Additional information for US institutional clients

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

Additional information for UK clients

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

Information for Italian clients

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

Glossar und Quellen

- ¹ Übergewichtung bedeutet, dass das Vontobel Investment Committee eine Anlageklasse oder Unteranlageklasse stärker bevorzugt.
- ² Quelle: CNN Artikel, publiziert am 4. Juni 2024. edition.cnn.com/2024/06/04/economy/job-openings-quits-jolts-april/index.html#:~:text=There%20were%208.06%20million%20available,the%20lowest%20since%20February%202021.
- ³ Quelle: Reuters Artikel, publiziert am 4. April 2024. www.reuters.com/markets/us/us-small-businesses-dial-back-hiring-plans-again-nfib-says-2024-04-04/
- ⁴ Von einer technischen Rezession spricht man, wenn das Bruttoinlandsprodukt eines Landes während zwei aufeinanderfolgenden Quartalen schrumpft.
- ⁵ Quelle: Bloomberg Artikel, publiziert am 2. Mai 2024. www.bloomberg.com/news/articles/2024-05-02/swedish-bankruptcies-in-21-month-surge-show-no-signs-of-easing
- ⁶ Quelle: Euronews Artikel, publiziert am 19. Juni 2024. www.euronews.com/business/2024/06/19/swedish-unemployment-rate-falls-to-three-month-low-in-may#:~:text=The%20Swedish%20labour%20market%20is,Apri%2C%20according%20to%20Statistic%20Sweden.
- ⁷ Quelle: The Canadian Press Artikel, publiziert am 3. Mai 2024. www.thecanadianpressnews.ca/business/business-insolvencies-spike-in-first-quarter-consumer-insolvencies-also-rise/article_dda7d64d-4b39-5d10-a528-28498f44708a.html
- ⁸ Quelle: The Executive Committee, CEO Confidence Index Report für Q2 2024. tec-canada.com/wp-content/uploads/2024/05/CEO_ConfidenceIndex_NEXT_2024_Q2_External.pdf
- ⁹ Quelle: KOF Swiss Economic Institute Medienmitteilung, publiziert am 17. Juni 2024. kof.ethz.ch/en/news-and-events/media/press-releases/2024/06/recovery-in-europe-supports-swiss-economy.html
- ¹⁰ Quelle: Statistics Sweden, publiziert am 14. Juni 2024. www.scb.se/en/finding-statistics/statistics-by-subject-area/prices-and-consumption/consumer-price-index/consumer-price-index-cpi/pong/statistical-news/consumer-price-index-cpi-may-2024/
- ¹¹ Quelle: Pressemitteilung der Europäischen Kommission, publiziert am 18. Juni 2024. ec.europa.eu/eurostat/web/products-euro-indicators/w/2-18062024-ap#:~:text=The%20euro%20area%20annual%20inflation,%2C%20the%20rate%20was%207.1%25.
- ¹² Quelle: Statistics Canada, publiziert am 25. Juni 2024. [www150.statcan.gc.ca/n1/daily-quotidien/240625/dq240625a-eng.htm#:~:text=The%20Consumer%20Price%20Index%20\(CPI,a%204.2%25%20increase%20in%20April.](https://www150.statcan.gc.ca/n1/daily-quotidien/240625/dq240625a-eng.htm#:~:text=The%20Consumer%20Price%20Index%20(CPI,a%204.2%25%20increase%20in%20April.)
- ¹³ Quelle: The New York Times Artikel, publiziert am 14. Juni 2024. www.nytimes.com/2024/06/14/business/3-3-percent-may-inflation.html#:~:text=The%20Consumer%20Price%20Index%2C%20released,down%20from%20the%20April%20reading.
- ¹⁴ www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20240612.pdf
- ¹⁵ Quelle: LinkedIn-Post der Ergebnisse der Bank of America Global Fund Manager Survey, vom 7. bis 13. Juni 2024 durchgeführt, publiziert am 19. Juni 2024. «Harte Landung» = Rezession, Inflation geht auf das 2%-Ziel der Notenbank zurück; «weiche Landung» = zyklische Abschwächung ohne Rezession, Inflation geht zurück; «keine Landung» = Wirtschaft wächst weiter, Inflation geht nicht auf das Ziel zurück. www.linkedin.com/pulse/june-2024-bank-america-global-fund-manager-survey-igor-rotor-cfa-z7g7e/
- ¹⁶ Quelle: Bloomberg Artikel, publiziert 13. Juni 2024. www.bloomberg.com/news/articles/2024-06-13/us-jobless-claims-rise-to-highest-in-9-months-led-by-california
- ¹⁷ Quelle: Pressemitteilung der National Retail Federation, publiziert am 18. Juni 2024. nrf.com/media-center/press-releases/census-retail-sales-data-may-shows-reasonably-healthy-consumer#:~:text=The%20Census%20Bureau%20said%20over-all,year%20over%20year%20in%20April.
- ¹⁸ Quelle: PBS News Artikel, publiziert am 19. Juni 2024. www.pbs.org/newshour/nation/overdue-credit-card-debt-is-the-highest-its-been-in-more-than-a-decade-heres-what-to-do-if-youre-at-risk#:~:text=The%20share%20of%20credit%20card,card%20debt%20was%20severely%20delinquent.
- ¹⁹ Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 13. Juni 2024. www.reuters.com/markets/rates-bonds/fed-expected-hold-rates-steady-project-fewer-cuts-2024-06-12/#:~:text=Powell%20himself%20said%20the%20decision,additional%20anticipated%20cut%20onto%202025
- ²⁰ Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 18. Juni 2024. www.bloomberg.com/news/articles/2024-06-18/fed-s-kugler-says-rate-cut-likely-appropriate-later-this-year
- ²¹ Vier Mitglieder des Offenmarktausschusses erwarten keine Änderung, sieben Mitglieder gehen von einer und acht von zwei Zinssenkungen aus. Im Gegensatz dazu sprachen sich im März zwei Mitglieder für keine Änderungen, zwei für eine Senkung um 25 Bp., fünf für eine Senkung um 50 Bp., neun für eine Senkung um 75 Bp. und ein Mitglied für eine Senkung um 100 Bp. aus.
- ²² Unter einem Renditepolster versteht man den Puffer oder die Marge, die Anleger haben, bevor sich steigende Zinssätze negativ auf die Gesamtrendite einer Anleiheninvestition auswirken.
- ²³ Quelle: Bloomberg Artikel, publiziert am 29. Juni 2024. www.bloomberg.com/news/articles/2024-06-29/where-stock-market-is-headed-after-wild-first-half-five-charts
- ²⁴ Quelle: CNN Artikel, publiziert am 24. Juni 2024. edition.cnn.com/2024/06/24/investing/premarket-stocks-trading/index.html
- ²⁵ Quelle: CNBC Artikel, publiziert am 5. Juni 2024. www.cnbc.com/2024/06/05/nvidia-briefly-passes-3-trillion-market-cap-on-back-of-ai-boom.html
- ²⁶ Quelle: OMFIF-Umfrage «Global Public Investor» für 2024. www.omfif.org/gpi2024/

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

