

Vontobel

Investors' Outlook

Wenn die US-Notenbank niest ...



April 2023

2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Gegen Schüttelfrost gefeiert

6 Markt-Highlights

Erste Risse am US-Arbeitsmarkt

8 Viewpoint

US-Aktien: die Stunde der Qualität

12 Anlageklassen im Fokus

16 Prognosen

Impressum

Herausgeber

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Redaktion

Corinne Gretler (Lead)
Investment Content Team

Autoren*

Chul Chang,
Portfolio Manager, Senior Research Analyst,
Vontobel

Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

Ben Falcone
Head of Client Portfolio Manager,
Team Quality Growth Boutique,
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 Mai 2023)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

5. April 2023

Bemerkungen

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

Wenn die US-Notenbank niest ...



—
Dan Scott
 Head of Vontobel Multi Asset,
 Vontobel

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Die Inkubationszeit zwischen den Zinsanhebungen der Notenbanken und dem Auftreten der ersten Symptome in der Realwirtschaft ist vorbei. Der vergangene Monat hat gezeigt, dass sich Leitzinsen nicht ohne Nebenwirkungen erhöhen lassen. Die ersten Komplikationen traten an den Märkten für Kryptowährungen auf, griffen dann auf den Risikokapital-Sektor über und bewirkten schliesslich an den regulierten Märkten einen ersten buchstäblichen Kollaps im Bankensektor.

Mit der wachsenden Ansteckungsgefahr brach eine Vertrauenskrise aus. Die Situation war so zerbrechlich, dass die knappen Worte des zu keiner weiteren Kapitalspritze gewillten Hauptaktionärs von Credit Suisse ausreichten, um den letzten Rest an Vertrauen zu vernichten und das Schicksal der Bank zu besiegeln. Die hektischen Schlagzeilen liessen viele Investoren, die sich online über den Gesundheitszustand ihrer Anlagen informierten, mit der bängigen Frage zurück, ob dieser Schüttelfrost der Vorbote einer neuerlichen Weltfinanzkrise wie jener von 2008 sei.

Welche Arznei haben wir verordnet? Wir hatten schon zuvor Präventivmassnahmen ergriffen. Dass wir in unseren Portfolios Risiko abbauten, Aktien auf neutral zurückstufen und an unserem Untergewicht in Hochzinsanleihen festhielten, erwies sich als richtig. So konnten wir die Vermögen unserer Kunden vor dem Fieberanfall der Märkte im März bewahren.

Wie geht es nun weiter mit der Weltwirtschaft? Der Hustensaft, den die Notenbanken trinken müssen, ist bitter: Finanz- oder Preisstabilität? Sie dürften sich für Preisstabilität entscheiden, auch wenn das Gemisch aus Konjunkturverlangsamung und sinkender Inflation eine Rezession wahrscheinlicher macht – und damit auch Zinssenkungen.

Angesichts der erhöhten Marktvolatilität halten wir es für verfrüht, durch das Ausnutzen möglicher Anlagechancen mehr Risiko einzugehen. Denn die Lage könnte sich noch verschlechtern.

In dieser Ausgabe des Investors' Outlook erfahren Sie, wie wir die jüngste Markt- und Konjunktorentwicklung beurteilen. Dabei werfen wir einen Blick auf den US-Arbeitsmarkt, wo jetzt erste Risse zu beobachten sind. Zudem schätzen wir den angerichteten Schaden im Bankensektor ab und widmen uns der Frage, ob wir nun am gleichen Punkt stehen wie 2008. Weshalb wir unsere Asset Allocation diesmal unverändert belassen, können Sie ebenfalls im Detail nachlesen.

Unser Fokusthema befasst sich mit US-Aktien und zeigt auf, wie unsere Kollegen der Quality Growth Boutique unseren Kunden beim Aufspüren von Chancen im US-Aktienmarkt Hand bieten. Gerade im aktuellen Marktumfeld ist Qualität das A und O.

Wir warten mit Umschichtungen zu, bis die Fieberschübe an den Finanzmärkten aufhören, und beobachten die Genesung des Patienten genau.

Gesundheit und halten Sie sich warm.

→ **Webcast**

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



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Gegen Schüttelfrost gefeit

Unser Ende letzten Jahres präsentiertes Basisszenario wird jetzt Realität: Die Leitzins-Anhebungen der Notenbanken schlagen auf die Realwirtschaft durch und haben die ersten Opfer gefordert. Eine Rezession ist nun wahrscheinlich, und der US-Arbeitsmarkt zeigt erste Risse. Um gegen Schüttelfrost gefeit zu sein, halten wir es für angebracht, Aktien nach wie vor neutral einzustufen sowie Staatsanleihen und Gold zu bevorzugen.

In den USA kollabierten Silvergate Capital und die Silicon Valley Bank (SVB), nachdem zahlreiche Anleger ihre Finanztitel abstießen. Letzteres, weil durch verunsicherte Bankkunden, die in Scharen ihre Einlagen abgezogen hatten, Panik um sich griff. Die dadurch ausgelösten weltweiten Verwerfungen machten deutlich, wie zerbrechlich das Vertrauen der Marktteilnehmer ist. Um die damit einhergehende Krise rund um die angeschlagene Credit Suisse in den Griff zu bekommen, orchestrierten die Schweizer Behörden eine Übernahme durch deren Konkurrentin UBS.

Der Schaden ist angerichtet. Ab jetzt dürften die konjunkturellen Frühindikatoren nachgeben. Der ins Zentrum der Aufmerksamkeit rückende US-Arbeitsmarkt wird sich wohl in den kommenden Monaten verschlechtern,

was schliesslich in eine Rezession münden dürfte. In der Vergangenheit gingen Rezessionen jeweils mit tieferen Zinsen einher. Mit letzteren rechnen wir noch dieses Jahr.

Deshalb bleiben wir für Aktien neutral. Auch wenn die Notenbanken bereits einen gemässigten Ton anschlagen, dürfte sich die Lage noch verschlechtern, ehe sie besser wird. Das Wirtschaftswachstum und die Inflation lassen nach und die restriktive Geldpolitik hat ihren Höhepunkt erreicht. Dies spricht für sinkende Zinsen und steigende Spreads in den kommenden Monaten. Daher bleiben wir auch für Anleihen neutral, wobei wir nach wie vor Staatspapiere über- und Hochzinspapiere untergewichten.

Auch bei Rohstoffen halten wir eine neutrale Positionierung weiterhin für angebracht. Die Konjunkturverlangsamung und der überwundene Inflationshöhepunkt legen nahe, dass Rohstoffe ihre besten Tage vorerst hinter sich haben könnten. Gegen ein Untergewicht spricht jedoch die Aussicht auf ein Wiederanziehen der chinesischen Wirtschaft. Wir bevorzugen weiterhin ein Übergewicht in Gold als effiziente Absicherung gegen Rezessionsrisiken und geopolitische Unsicherheit, was sich im vergangenen Monat besonders bewährt hat. Weitere Details finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität			→			Die Liquidität belassen wir unverändert, bereit dazu, bei neuen attraktiven Einstiegschancen umzuschichten.
2 Anleihen			→			Für Anleihen bleiben wir insgesamt neutral mit unverändertem Übergewicht in Staatsanleihen. Unser Basisszenario geht davon aus, dass das Wirtschaftswachstum nachlässt, die Inflation sinkt und die restriktive Geldpolitik der Notenbanken ihren Höhepunkt erreicht. Diese Kombination spricht dafür, dass die Zinsen und Spreads in den kommenden Monaten steigen werden. Daher halten wir an unserem Übergewicht in Staatsanleihen und unserer negativen Einschätzung von Hochzinsanleihen fest. Bei Unternehmensanleihen bleiben wir für Investment-Grade-Papiere neutral, während wir Schwellenländer-Papiere in Hartwährung leicht übergewichten.
3 Aktien			→			An der Februar-Sitzung beschloss das Vontobel Investment Committee, die Gewinne aus dem Ende September 2022 implementierten Aktienübergewicht mitzunehmen. Denn wir gingen davon aus, dass die Hausse am Aktienmarkt mangels kurzfristiger Impulse abflauen und in Volatilität münden würde. Daher stuften wir Aktien auf neutral zurück und parkierten die Erlöse in Liquidität, bereit dazu, diese bei einer besseren Einstiegsmöglichkeit wieder umzuschichten. Auch wenn die Notenbanken bereits einen gemässigten Ton anschlagen, dürfte sich die Lage noch verschlechtern, ehe sie besser wird. Daher ist es in unseren Augen für eine erneute Übergewichtung (noch) zu früh. Weil wir gegenüber dem Fortgang der Weltwirtschaft nach wie vor vorsichtig gestimmt sind, in den USA eine Rezession erwarten und die US-Notenbank Fed ihren Leitzins erst zu einem späteren Zeitpunkt senken dürfte, bleiben wir neutral für Aktien aller Regionen.
4 Gold				→		Gold belassen wir übergewichtet. Schon lange befürworten wir das Edelmetall als effiziente Absicherung gegen Rezessionsrisiken und geopolitische Unsicherheit. Der vergangene Monat hat uns darin bestätigt. Zudem nähern wir uns dem Punkt, an dem die Notenbanken ihre straffe Geldpolitik lockern werden. Dies kam Gold in der Vergangenheit jeweils zugute.
5 Rohstoffe			→			Das Wirtschaftswachstum nimmt ab und die Inflation hat ihren Höhepunkt überwunden, womit Rohstoffe ihre besten Tage nun hinter sich haben könnten. Doch die Aussicht auf ein wieder anziehendes Wachstum in China – einem beträchtlichen Rohstoffverbraucher – hält uns davon ab, diese Anlageklasse auf ein Untergewicht herabzustufen.
6 Alternative Strategien			→			Für alternative Anlagen bleiben wir insgesamt neutral. An unseren Einschätzungen der Sub-Anlageklassen halten wir fest: leichtes Untergewicht in Hedgefonds, neutrale Immobilien-Positionierung.

Erste Risse am US-Arbeitsmarkt

Der US-Arbeitsmarkt ähnelte in den vergangenen Monaten einem schier unerschütterlichen Stehaufmännchen. Egal, wie oft und wie stark die Fed die Zinsen anhub, der Arbeitsmarkt war einfach nicht in die Knie zu zwingen. Nun aber hinterlassen die Zinsschritte der US-Notenbank erste Spuren am Arbeitsmarkt. Was bedeutet das für Wachstum und Inflation?



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



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

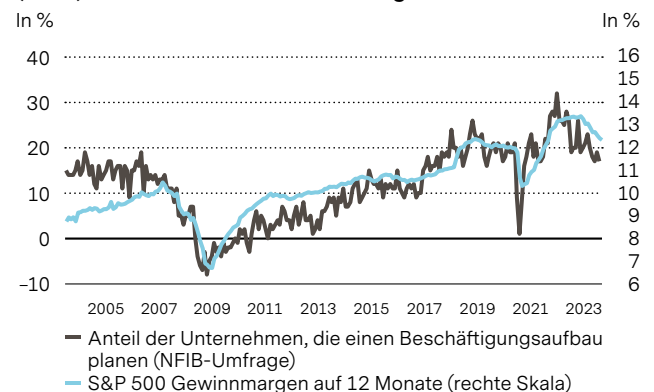
Warum messen die Währungshüter und Finanzmärkte diesem Stehaufmännchen dauernd den Puls? Einerseits ist steigende Arbeitslosigkeit ein recht zuverlässiger Indikator für eine Rezession – mit all ihren Konsequenzen. Andererseits geht ein angespannter Arbeitsmarkt mit anhaltendem Lohndruck einher, was die ohnehin schon hohe Inflation weiter befeuern könnte.

Vor diesem Hintergrund ist erwähnenswert, dass US-Firmen bisher nicht nur an ihren bestehenden Mitarbeitern festhielten, sondern sogar Monat für Monat neue Stellen schufen. Dies lässt sich unter anderem an den sogenannten «Non-farm payrolls» ablesen, also den Beschäftigten ausserhalb der Landwirtschaft, die noch immer deutlich über dem vor der Pandemie gekannten Niveau liegen. Heruntergebrochen auf die einzelnen Sektoren wird ersichtlich, dass die wichtigen Sektoren bislang keine nennenswerten Arbeitsplatzverluste verzeichnen, nicht einmal das stark rückläufige Baugewerbe.

Für die Stärke des Arbeitsmarktes gibt es mehrere Gründe. Zum einen ist dieser mit einem klassischen Angebot-Nachfrage-Problem konfrontiert. Was bedeutet das? Die Geldpolitik der US-Notenbank Fed zielt darauf ab, die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen zu senken, was wiederum die Nachfrage nach Arbeitskräften verringern soll. Die Fed kann aber nur sehr

begrenzt Einfluss auf die Angebotsseite der «Gleichung», also auf die verfügbaren Arbeitskräfte nehmen. Deren Anzahl ist infolge der Covid-19-Pandemie deutlich zurückgegangen und liegt weiterhin unter dem vor der Pandemie gekannten Niveau, da unter anderem überproportional viele ältere Arbeitnehmer aus dem Erwerbsleben ausgeschieden sind.

Grafik 1: Die Gewinnmargen geben den Unternehmen (noch) keinen Grund für Entlassungen



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Zudem haben sich die Unternehmen bisher gut geschlagen. Obwohl die Gewinnmargen geschrumpft sind, bleiben sie im historischen Vergleich weiterhin hoch (Grafik 1). Dies erlaubt es den Firmen, an ihren Arbeitskräften festzuhalten oder gar neue einzustellen – zumindest vorüberhand.

Wichtig: Arbeitsmarkt-Indikatoren hinken nach

Aber aufgeschoben ist nicht aufgehoben – es dauert in der Regel eine Weile, bis der Arbeitsmarkt den restlichen Entwicklungen in der Wirtschaft folgt. Ein Beispiel hierfür ist die Auftragseingang-Komponente («New orders») des Institute for Supply Management (ISM). Die eingangs erwähnten Beschäftigungszahlen ausserhalb der Landwirtschaft hinken den Auftragseingängen in der Regel drei Quartale hinterher. Abgestützt auf die Entwicklung der Vergangenheit könnten die «Non-farm payrolls» bereits im Mai 2023 ins Negative drehen.

Ein weiterer Vorlaufindikator für den US-Arbeitsmarkt sind die Kreditvergabe-Bedingungen. Auch sie eilen den Arbeitsplatzverlusten um drei Quartale voraus (Grafik 2). Nachdem die Banken ihre Kreditvergabe-Bedingungen in den letzten Monaten deutlich verschärften, sollten die Arbeitsplatzverluste also bald nachziehen.

Erste Risse sichtbar

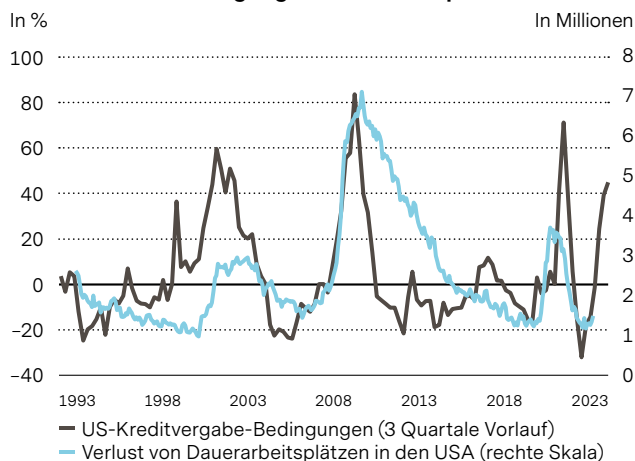
Ende letzten Jahres stellten wir unser Basisszenario für 2023 vor und wiesen dabei auf das Risiko einer Rezession hin. Teil dieses Szenarios war auch eine deutliche Abkühlung des US-Arbeitsmarktes. Wir sind weiterhin

der Meinung, dass die negativen Auswirkungen höherer Zinsen mit einer Verzögerung von neun bis zwölf Monaten am Arbeitsmarkt ankommen werden, das heisst irgendwann im zweiten Quartal.

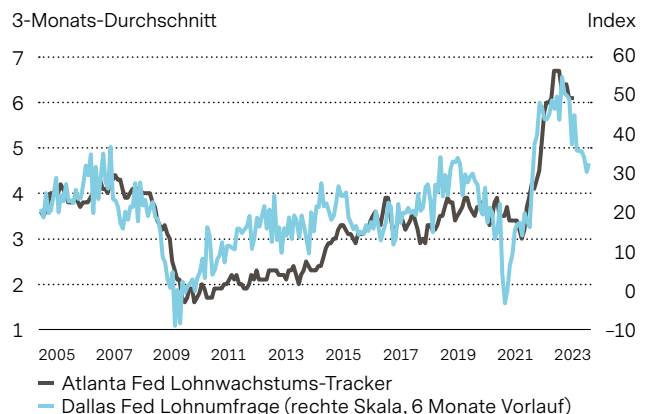
Tatsächlich häufen sich nun die Anzeichen, dass das unerschütterliche Stehaufmännchen ins Wanken gerät. Laut einem Bericht des Arbeitsvermittlers Challenger wurden im Februar 77770 Entlassungen ausgesprochen, ein deutlicher Anstieg gegenüber dem Vorjahr. Weitere Anzeichen für eine Abkühlung sind die rückläufige Kündigungsrate – sie deutet auf sinkendes Vertrauen in den Arbeitsmarkt hin – sowie die tiefere durchschnittliche Wochenarbeitszeit.

Diese Abkühlung am Arbeitsmarkt wird in unseren Augen dazu führen, dass sich das auf hohem Niveau liegende Lohnwachstum – eine wichtige Triebfeder der Inflation – abschwächen wird. Dies zeichnet sich bereits ab: Sowohl der durchschnittliche Stundenlohn («Average hourly earnings») als auch der sogenannte Beschäftigungskosten-Index («Employment Cost Index»), eine vom US-Amt für Arbeitsstatistik durchgeführte Erhebung über die Lohn- und Gehaltslisten der Arbeitgeber, sind jüngst zurückgegangen. Umfragen der regionalen US-Notenbanken – etwa jene der Federal Reserve Bank of Dallas – zeichnen ein ähnliches Bild (Grafik 3).

Grafik 2: Strengere Kreditvergabe-Bedingungen bewirkten in der Vergangenheit Arbeitsplatzverluste



Grafik 3: Weniger Lohnwachstum steht bevor





US-Aktien: die Stunde der Qualität

2022 mussten die meisten wichtigen Aktienmärkte Einbussen hinnehmen, auch die USA. Die drei grossen US-Indizes erlebten ihr schlechtestes Jahr seit 2008. Anhaltend hohe Inflation, sinkendes Wirtschaftswachstum, aggressive Zinserhöhungen, hohe und volatile Energiepreise, der russische Angriff auf die Ukraine und wachsende Spannungen zwischen den USA und China vereinten sich zum perfekten Sturm. Nach einem einigermaßen soliden Auftakt in das Jahr 2023 haben jüngst die Pleiten von Signature Bank und Silicon Valley Bank (SVB) in den USA sowie die Übernahme von Credit Suisse durch UBS die Stabilität des Finanzsystems und die Stabilität der Banken weltweit in Frage gestellt. Die anhaltende Unsicherheit sorgt für Nervosität an den Märkten. Ist eine Erholung bei US-Aktien möglich? Sorgt die US-Notenbank für eine weiche oder harte Landung? Ist bei den Erträgen die Talsohle erreicht?



Chul Chang
Portfolio Manager,
Senior Research Analyst,
Vontobel



Ben Falcone
Head of Client Portfolio Manager,
Team Quality Growth Boutique,
Vontobel

Die beste Taktik für schwierige Zeiten ist unserer Ansicht nach, sich auf die Fundamentaldaten zu konzentrieren, sich langfristig auszurichten und sich auf ein Worst-Case-Szenario vorzubereiten – und nicht Fragen zu beantworten, die Anlegern den Schlaf rauben. Daher sind wir bestrebt, in Qualitätsunternehmen zu investieren, also in Unternehmen mit attraktiver Geschäftsgrundlage sowie nachhaltigen und prognostizierbaren Ertragsströmen. Wir finden weiterhin US-Unternehmen, die unsere strengen Anlagekriterien erfüllen, und halten mit Blick auf US-Aktien einen Qualitätsansatz für unerlässlich, um in diesem Jahr erfolgreich durch die Märkte zu navigieren.

US-Aktien – langzeitbewährt

Der US-Aktienmarkt ist nach wie vor der weltweit grösste und liquideste. Er beheimatet viele global führende Unternehmen wie Amazon und Alphabet, die klar auf Innovation ausgerichtet sind und ihre Ideen in weltweit erfolgreiche Produkte und Dienstleistungen ummünzen können. Viele in den USA kotierte Unternehmen verschaffen Anlegern Zugang zu den internationalen Märkten. So erwirtschafteten beispielsweise die zehn aufgrund ihrer Marktkapitalisierung grössten US-Unternehmen im S&P 500 Index durchschnittlich rund 44 Prozent ihres Umsatzes ausserhalb der USA. Nennenswert ist, dass, gemessen an den breiten Marktindizes, US-Unternehmen profitabler sind als ihre Mitbewerber.

Die US-Aktienbewertungen sind stark gefallen. Diese rasante Korrektur hat für Manager mit Qualitätsfokus vielversprechende Voraussetzungen geschaffen, um bessere Einstiegspunkte zu finden. Der Ausverkauf im Tech-Sektor hat viele spekulative Unternehmen geringerer Qualität zurecht hart getroffen, aber auch willkürlich die Bewertungen einiger äusserst hochwertiger Tech-Unternehmen in Mitleidenschaft gezogen. Derartige Verwerfungen bieten die Chance, bestehende Qualitätsanlagen zu besse-

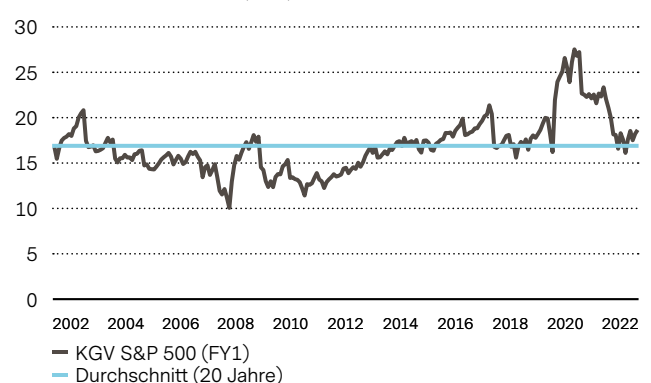
ren Kursen auszubauen. Es ist unklar, wann an den Märkten der Druck auf die Bewertungen aufhört. Doch die Konjunkturschwäche wird im Jahresverlauf die Unternehmen zusehends unter Ertragsdruck setzen (Grafik 1).

Keine künstliche Unterstützung mehr für die Märkte

Im Nachgang der globalen Finanzkrise stützten die USA und andere wichtige Industrieländer ihre Finanzmärkte, indem die Notenbanken ihre Leitzinsen auf historischen Tiefständen hielten. Zudem blähten sie ihre Bilanzen auf, was die Anleihenmärkte begünstigte. Bei Bedarf boten sie fiskalpolitische Unterstützung. Dieser kräftige Massnahmen-Cocktail verhinderte starke Schwankungen und eine breite Streuung am Aktienmarkt. Entsprechend stark korrelierten die Renditen der Vertreter im S&P 500

Grafik 1: Markt-KGV zum historischen Durchschnitt zurückgekehrt

Kurs / Gewinn-Verhältnis (KGV)



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Quelle: FactSet

10 Viewpoint

Index. Damit nahm auch die Anzahl passiver Anleger mit Interesse an einem Engagement in US-Aktien stetig zu.

Dies führte im genannten Zeitraum zu attraktiven Aktienmarkt-Renditen. Doch mit Blick nach vorn verheissen die hartnäckige Inflation, aufgeblähte Zentralbank-Bilanzen und hohe Staatsverschuldung deutlich weniger Rückenwind, wenn überhaupt. Die abrupte Zinswende zur Bekämpfung der Inflation und Verschlankung der Bilanzen deutet auf ein schwierigeres künftiges Umfeld hin. Dies zeigt auch die aktuell inverse Zinskurve. Die Auswirkungen der unvermittelt geänderten Geldpolitik zeichnen sich bereits ab. Die SVB musste Anleihen mit Verlust verkaufen, der Kapitalbedarf stieg, es kam zu einem Ansturm der Kunden auf ihre Einlagen und schliesslich zum Kollaps der Bank, der sich auf die gesamte Branche und auf globaler Ebene auswirkte. Die US-Aktienmärkte begannen 2022, dieses Szenario mit negativen Renditen einzupreisen. Dennoch besteht auch 2023 noch ein Missverhältnis zwischen den Ertragserwartungen am Markt und den typischerweise in einer Rezession beobachteten Erträgen (Tabelle 1).

Für die Zukunft gewappnet

Eine Rezession trifft nicht alle Unternehmen gleich stark. Daher richten wir uns nicht nach konkreten Inflations- oder Rezessionsprognosen, sondern suchen Unternehmen, die verschiedene mögliche makroökonomische Szenarien aus unserer Sicht gut meistern können. Indem wir übertrieben bewertete Aktien meiden, verringern wir zudem das mit einem höheren Diskontierungssatz verbundene Wertverlustrisiko.

Wir beabsichtigen, in Unternehmen mit starken wirtschaftlichen Erträgen zu investieren: hohe Eigenkapitalrendite, hohe Kapitalrendite, hohe freie Cashflows usw. Ebenso wichtig ist die Prognostizierbarkeit dieser auf langfristigem Wachstum beruhenden Renditen. Wir meiden zyklische Werte, was uns in der Vergangenheit weniger Volatilität eingebracht hat. Ein wichtiger Punkt in Zeiten wie jetzt ist, dass steigende Kosten bei höherer Verschuldung die Erträge stärker belasten. Daher halten wir uns grundsätzlich von überschuldeten Unternehmen fern.

Tabelle 1: US-Aktien: Ertragserwartungen höher als die in vergangenen Rezessionen erzielten Erträge

SPITZENMONAT	TALSOHLEN-MONAT	MONATE MIT RÜCKGANG	QUARTALE MIT RÜCKGANG	EPS-VERÄNDERUNG
August 1957	April 1958	8	4	-17,0%
April 1960	Februar 1961	10	7	-11,7%
Dezember 1969	November 1970	11	5	-12,9%
November 1973	März 1975	16	4	-14,8%
Januar 1980	Juli 1980	6	4	-4,6%
Juli 1981	November 1982	16	4	-19,1%
Juli 1990	März 1991	8	10	-36,7%
März 2001	November 2001	8	5	-54,0%
Dezember 2007	Juni 2009	18	7	-91,9%
Februar 2020	April 2020	2	4	-32,5%
Durchschnittliche Dauer des Rückgangs (Monate)		10,3		
Durchschnittlicher EPS-Rückgang (Höchst- bis Tiefststand)				-29,5%
Durchschnittl. EPS-Rückgang – ohne Tech-Blase (2001) und Finanzkrise (2007)				-18,7%

S&P 500 Konsenserwartung EPS-Wachstum 2023 = 9,08%

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse. Prognosen ohne Gewähr; die tatsächlichen Ergebnisse können erheblich abweichen.

Spitzenmonat: letzter Monat mit Wirtschaftswachstum vor Rückgang. Talsohlen-Monat: Monat, in dem Tiefststand erreicht (gemäss NBER). EPS: Gewinn pro Aktie. EPS-Veränderung über jeweils vier Quartale (gemäss quartalsweise aktualisierten EPS-Angaben des S&P 500). Quelle: FactSet, National Bureau of Economic Research (NBER), D. A. Davidson.

Auf Branchenebene bevorzugen wir Basiskonsumgüter-Unternehmen, die sich durch hohe Marktanteile, eine beständige Nachfrage und Preissetzungsmacht auszeichnen. In der IT-Branche engagieren wir uns mehrheitlich in Software-Firmen mit Abonnement-Modellen, die somit weniger zyklisch sind. Im Gesundheitswesen setzen wir auf Ausrüster, die von demografischen Triebfedern profitieren und über stabilere Marktanteile verfügen als die volatileren Pharma-Unternehmen. Im Finanzwesen sind wir stärker in Finanzbörsen mit Monopolcharakter engagiert, und nicht in Banken, und bevorzugen Nischen-Auktionshäuser gegenüber traditionellen zyklischen Werten im Industriesektor. Nachfolgend drei konkrete Beispiele, wie wir uns für die Zukunft wappnen:

- **Risiken minimieren:** Wir unterziehen jede Aktie einem Stresstest, um Ertrags- und Bilanzrisiken während einer Rezession zu erkennen. Wir rechnen bei den Unternehmen in unserem Portfolio insgesamt mit einer grösseren Widerstandsfähigkeit in Bezug auf die Erträge, während die Gesamterträge der S&P 500-Benchmark potenziell zurückgehen. Die Übergewichtung des Fonds bei Basiskonsumgütern und sein fehlendes Engagement in Energietiteln kann vor Volatilität schützen. In der Strategie berücksichtigte bekannte Namen wie Walmart oder Becton Dickinson, deren Nachfrage weniger von der Makrowirtschaft abhängt, schnitten in vergangenen Konjunkturabschwüngen überdurchschnittlich gut ab dank ihres starken Marktanteils, ihrer stabilen Nachfrage und ihrer Preissetzungsmacht.
- **Fokus auf Preissetzungsmacht:** Während die Verbraucher ihre Ersparnisse aufzehren und sich die Konjunktur weiter abschwächt, wird sich zeigen, welche Unternehmen ihre Gewinnmargen besser schützen können. Deshalb suchen wir nach Unternehmen mit Preissetzungsmacht. Synopsys zum Beispiel bietet Automatisierungslösungen für elektronisches Design, die Chip-Designer auf dem globalen Elektronikmarkt nicht entbehren können, weshalb Synopsys die Preise bestimmen kann. Auch starke Marken, wie Coca-Cola und Pepsi, besitzen Preissetzungsmacht. Beide konnten im derzeitigen Inflationsumfeld Preiserhöhungen durchsetzen und ihre Margen stabil halten. Unternehmen mit ausgeprägten Wettbewerbsvorteilen können ebenfalls die Preise diktieren. Ein Beispiel hierfür ist die mit ihren Steinbrüchen über ein lokales Monopol verfügende Firma Vulcan Materials. Sie kann wegen des hohen Aufwands für den Transport von Zuschlagstoffen, der Umweltauflagen und des langwierigen Bewilligungsverfahrens für neue Steinbrüche die Kosteninflation bewältigen und einen attraktiveren Bruttogewinn erwirtschaften.

- **Eine gute Story macht noch kein Qualitätsunternehmen:** 2022 mussten einige der beliebtesten Aktien der letzten Jahre Federn lassen. Ein Unternehmen, das zwar ein interessantes Geschäftsmodell besitzt, aber kein deutlich profitables Wachstum nachweisen kann, ist in unseren Augen nur eine Story unter vielen. Manchmal entpuppt sich eine gute Story als Google oder Yahoo. Wir sind nicht nur in Google, dem heutigen Marktführer für Suchmaschinen, investiert, sondern auch in Intuit, dem Anbieter der «Do-it-yourself»-Steuer-App «Turbo Tax» sowie dem für immer mehr Unternehmen geschäftskritischen Betriebssystem «QuickBooks», womit Intuit insgesamt einen erheblichen Cashflow erzielt.

Der US-Aktienmarkt steuert nach der Korrektur des vergangenen Jahres in eine ungewisse Zukunft mit neuen Herausforderungen, die entsprechende Anlagekompetenzen erfordern. Wir sind überzeugt, dass es sich für vorausschauende Investoren lohnt, auf Qualitätsunternehmen zu setzen, deren Wert weniger von äusseren Triebfedern abhängt, sondern vielmehr von stetig gestiegenen Erträgen bestimmt wird.

Banken-Stress verschiebt US-Leitzins-Pfad markant



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Nach dem Auftritt von US-Notenbankchef Jerome Powell vor dem Kongress schnellten die Renditen zweijähriger Anleihen auf über fünf Prozent hoch. Mit der Nachricht vom Kollaps der Silicon Valley Bank brachen sie wieder ein und verzeichneten den stärksten Rückgang innerhalb von zwei Tagen seit dem Börsencrash von 1987. Der globale Banken-Stress hat den erwarteten Zeitpunkt einer US-Leitzinssenkung verschoben (Grafik 1).

Wir halten an unserer insgesamt neutralen Anleihen-Positionierung fest. Wir bevorzugen Staatspapiere aus dem oberen Qualitätssegment des Anleihenmarktes, obgleich wir auch bei Schwellenländeranlagen Anlagemöglichkeiten sehen. In Unternehmensanleihen bleiben wir insgesamt defensiv positioniert, wobei wir Investment-Grade-Papiere neutral und Hochzinspapiere untergewichten.

Anleihenmarkt steht vor einer Rezession

Nach dem Auftritt Powells schoss die Rendite zweijähriger Anleihen hoch auf über fünf Prozent. Dadurch wurde die Zinskurve noch stärker invers. Papiere mit zweijähriger Laufzeit warfen über ein Prozent mehr Rendite ab als jene mit zehnjähriger Laufzeit. So ausgeprägt invers war

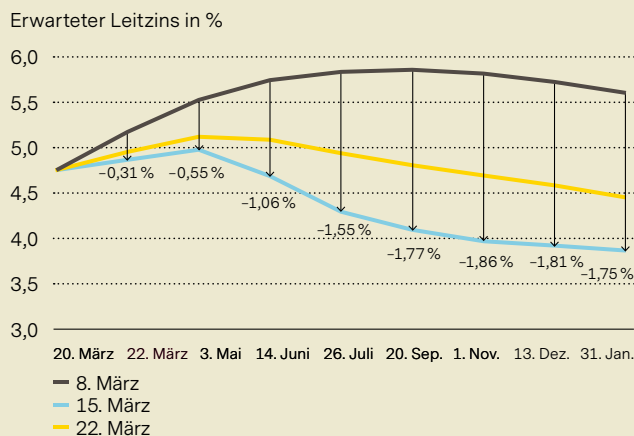
die Zinskurve letztmals in den 1980er-Jahren. Je weiter nach oben die US-Notenbank Fed ihren Leitzins hievt, desto stärker könnte die Konjunktur einbrechen. Dies wird schliesslich in umso kräftigeren Zinssenkungen und weitaus geringeren Anleihenrenditen resultieren. Die Zinskurve ist ein Frühindikator für die aktuelle Wirtschaftsentwicklung. Konjunkturdaten dagegen sind nachlaufend und unterliegen starken Korrekturen. Die Zinskurve als Markt-Timing-Instrument zu nutzen ist genauso wenig ratsam, wie ihre Signale zu missachten. Mit einer Renditedifferenz von -61 Basispunkten zwischen der zwei- und der zehnjährigen Laufzeit ist die Zinskurve immer noch stark invers – ein Signal, dass eine Rezession bevorsteht.

Fundamentaldaten für Unternehmensanleihen immer noch stark – Tendenz sinkend

Die Fundamentaldaten von Unternehmensanleihen geben allmählich nach. Die Gewinnmargen der Unternehmen sinken in den meisten Branchen, während ihr Zinsaufwand steigt – dies als Abbild der höheren Leitzinsen. Dennoch stagnieren ihre Fremdkapitalquoten bislang, da sie bei der Schuldenaufnahme vorsichtig bleiben. Wir schätzen das fundamentale Umfeld insgesamt weiterhin als robust ein, auch wenn sich ein Abwärtstrend abzeichnet.

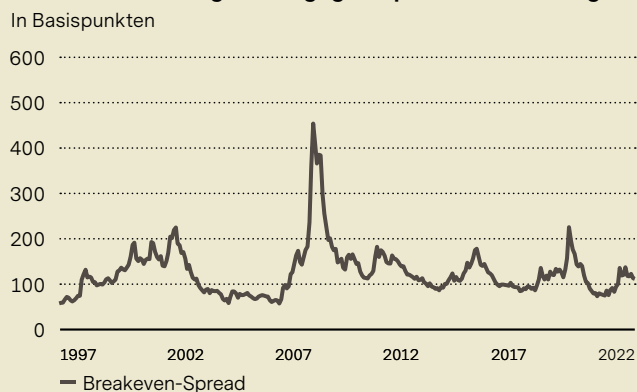
Von der Bewertung her bieten sowohl Investment-Grade- als auch Hochzinsanleihen nur noch einen dünnen Puffer, um eine erneute Spread-Ausweitung abzufedern (Grafik 2).

Grafik 1: Erwarteter US-Leitzins im Bann von restriktiver Fed-Rhetorik und Risikoscheu



Quelle: Bloomberg, Vontobel

Grafik 2: Breakeven-Spreads von Hochzinsanleihen unattraktiv – wenig Puffer gegen Spread-Ausweitung



Quelle: Bloomberg, Vontobel

Gratwanderung der US-Notenbank: Finanz- oder Preisstabilität?



—
Mario Montagnani
 Senior Investment Strategist,
 Vontobel

Die Aktienmärkte begannen sich Ende September 2022 zu erholen. Im Januar bekamen sie zusätzlichen Aufwärtsschub durch die Hoffnung, dass die US-Notenbank Fed ihre restriktive Geldpolitik bald lockern würde. Diese Hoffnung wich im Februar Zweifeln. Denn die unerwartet hartnäckige Inflation liess vermuten, dass die Leitzinsen nun doch länger auf höherem Niveau verharren könnten. Im März schliesslich zeitigte der Kollaps der Silicon Valley Bank (SVB) Verwerfungen. Wird sich 2008 wiederholen?

Die jüngsten Turbulenzen im Bankensektor schürten Sorgen im Hinblick auf die Gratwanderung der Notenbanken zwischen Finanz- und Preisstabilität. Die Situation erhöhte zusätzlich zu den immer noch ausgeprägt inversen Zinskurven die Volatilität, erscheint doch eine Rezession jetzt so wahrscheinlich wie nie. Zudem könnten die von SVB ausgelösten Verwerfungen die geldpolitischen Entscheidungen verkomplizieren. Denn die Notenbanken könnten sich zu verlangsamten Zinsschritten veranlasst sehen, obwohl die hartnäckig hohe Inflation straffe Zinserhöhungen erfordert. Welchen Weg die US-Notenbank nehmen wird, signalisierte sie auf ihrer letzten Sitzung klar: mit höchster Priorität und Konsequenz die Inflation niedrig halten.

Somit dreht sich erneut alles um Inflation und Zinserhöhungen. Die jüngsten Entwicklungen lassen darauf schliessen, dass die Banken ihre Kreditvergabe-Strategien neu kalibrieren und Risiko herausnehmen müssen, weil sich die höheren Zinsen immer stärker auswirken. Die Unternehmen und die Konsumenten werden die Leidtragenden sein. Mittelgrosse US-Banken spielen eine zentrale Rolle in der Wirtschaft, da sie 60 bis 80 Prozent der Wohn- und Geschäftskredite, vor allem für Immobilien, und etwa 50 Prozent der Konsumkredite vergeben. Positiv anzumerken ist, dass die aktuelle Bankenkrise deflationär wirken könnte. Dies stützt unsere Annahme, dass sich der seit Juli 2022 zu beobachtende desinflationäre Trend im weiteren Jahresverlauf fortsetzen sollte. In der Vergangenheit setzten die Notenbanken bei Verwerfungen ihren Zinserhöhungszyklus in der Regel aus. Somit könnte durchaus sein, dass die Fed nach ihrer Zinserhöhung letzten Monat schon Ende Mai eine Pause einlegt (Grafik 1).

Stehen wir hiermit am gleichen Punkt wie 2008? Wir denken nicht. Doch selbst wenn wir diesmal kein systemisches Risiko für Banken orten, können wir nicht ausschliessen, dass der aktuelle Zinserhöhungszyklus – der aggressivste seit 40 Jahren – noch mehr Kollateralschaden anrichtet. Ebenfalls nicht ausgeschlossen ist eine grössere Krise, die auf weitere Branchen übergreift. Dies ist per Definition das wahrscheinliche Ergebnis einer geldpolitisch eingeleiteten Rezession. Ohne starke Katalysatoren, wie eine gelockerte Geldpolitik und deutlich desinflationäre Tendenzen, dürften die Aktienrenditen vorderhand gedrückt bleiben (Grafik 2). Dasselbe gilt, falls die Fed bei unverändert inverser Zinskurve eine Pause einlegt. Deshalb bleiben wir für Aktien vorderhand neutral.

Grafik 1: Performance S&P 500 Index rund um die Zinserhöhungszyklus-Pause seit 1960

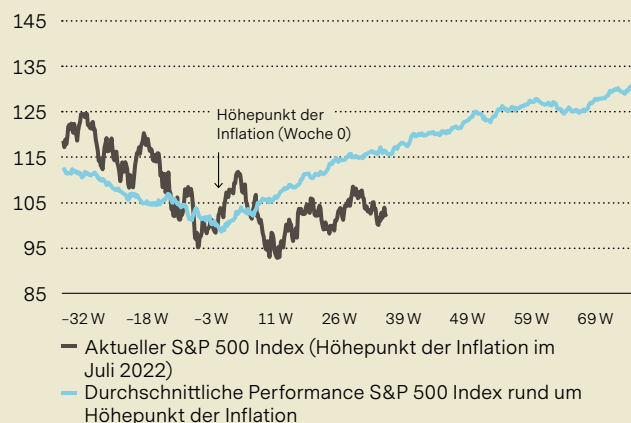
Indexiert bei 100 beim Beginn der Pause



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 2: Performance S&P 500 Index rund um den Höhepunkt der Inflation seit 1950

Indexiert bei 100 beim Höhepunkt der Inflation



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Wieder günstigere Lebensmittel nach einem denkwürdigen 2022



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

«Perfekter Sturm» und wie er zustande kam

Lebensmittelpreise sind seit jeher für ihre Volatilität bekannt. Ihre Entwicklung vorherzusagen ist nicht ganz einfach, da sie von zahlreichen Faktoren abhängen. Eine wichtige Triebfeder sind die Energiepreise. Hohe Ölpreise zum Beispiel schlagen sich nicht nur in höheren Kraftstoff- und Düngemittelpreisen nieder, sondern verlagern auch die Produktion von Nahrungsmitteln hin zu Biokraftstoffen. Eine zweite Triebfeder ist die US-Geldpolitik. Je höher die Zinsen, desto weniger attraktiv ist der Aufbau von Lagerbeständen und umso gedämpfter ist die Spekulation – der Internationale Währungsfonds schätzt, dass eine Erhöhung des Leitzinses um einen Prozentpunkt die Preise für Nahrungsmittelrohstoffe nach einem Quartal um 13 Prozent senkt. Ein dritter Faktor ist das Wetter. Dürren oder Überflutungen können zu Missernten führen. Ebenfalls hinein spielen andere Angebotschocks, technologischer Fortschritt und veränderte Ernährungsgewohnheiten.

Vor diesem Hintergrund zog 2022 ein «perfekter Sturm» auf. Angespannt war die Situation bereits im Vorfeld: 2020 hatten diverse Getreide produzierende Länder aus

Angst vor Nahrungsmittelknappheit Exportbeschränkungen verhängt. Konsumenten und Unternehmen begannen, Vorräte zu horten. Und die Landwirte litten das dritte Jahr in Folge unter dem Wetterphänomen «La Niña», das Starkregen bzw. extreme Trockenheit begünstigt. Dann kam der Russland-Ukraine-Krieg – beide Länder sind bedeutende Weizen-Produzenten. Mit ihm schnellten die Energiekosten nach oben und trieben die globalen Lebensmittelpreise auf ein Allzeithoch (Grafik 1).

Warum 2023 wieder günstigere Lebensmittel?

Aus unserer Sicht sprechen vier wesentliche Faktoren dafür, dass die Preise von Lebensmitteln in den nächsten Monaten weiter sinken dürften:

- die bisherigen Zinserhöhungen der US-Notenbank Fed.
- der signifikante Rückgang der Energiepreise (Grafik 2).
- deutlich niedrigere Düngemittelpreise: Im Februar sanken laut dem Datenanalyse-Unternehmen DTN/Progressive Farmer die Preise der acht wichtigsten Düngemittel gegenüber dem Vormonat, fünf davon um fünf Prozent oder mehr.
- ein gewisser Grad der Nachfragezerstörung, der trotz eher unelastischer Nachfrage zu beobachten ist: Der Aarhus Universität zufolge denken rund 48 Prozent der Befragten, dass der Krieg den Lebensmittelhändlern und -herstellern mehr Gewinne ermöglicht hat. Infolgedessen stimmen die Konsumenten vermehrt mit den Füßen ab, und verzichten auf den Kauf gewisser Lebensmittel.

Grafik 1: Lebensmittelpreise gesunken, aber immer noch hoch

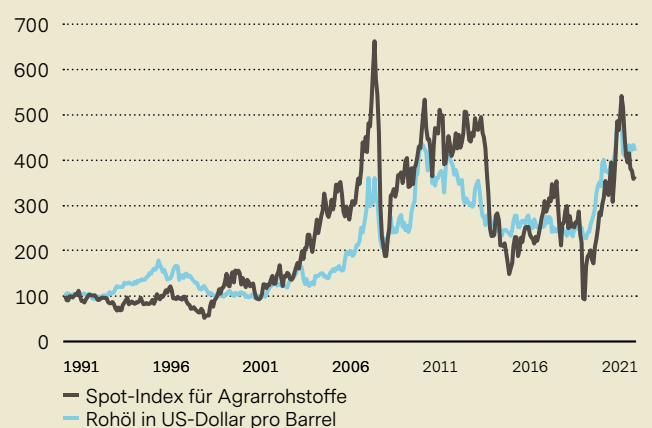
Index, 2014 – 2016 = 100



Quelle: Food and Agriculture Organization of the United Nations, Vontobel

Grafik 2: Gesunkene Ölpreise deuten weniger teure Lebensmittel an

Indexiert bei 100



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Auslaufender Fed-Straffungszyklus könnte US-Dollar belasten



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Das dominante und wichtigste Marktthema war die Verwundbarkeit des Bankensystems. Diesbezügliche Sorgen wuchsen mit dem SVB-Kollaps, durch welchen die Anleihenrenditen sanken und die Volatilität stieg. Dies führte zu einer Abwärtsrevision der Erwartungen für die Leitzinsen der meisten grossen Notenbanken. Die Europäische Zentralbank (EZB) jedoch erhöhte anlässlich ihrer März-Sitzung ihren Leitzins unbeirrt um 50 Basispunkte. Die jüngsten Ereignisse haben klar gemacht, dass die Notenbanken ihre straffe Geldpolitik zur Eindämmung der Inflation nun mit viel Fingerspitzengefühl gegen die Gefahr systemischer Verwerfungen abwägen müssen.

Die mittelfristige Entwicklung des US-Dollar hängt von den geldpolitischen Entscheidungen ab. Wir gehen weiterhin davon aus, dass mit dem Auslaufen des Straffungszyklus der US-Notenbank Fed die Attraktivität des US-Dollar abnehmen wird (Grafik 1). Denn sobald ein deutlicheres Abflauen der US-Inflation erkennbar wird, steigt die Zuversicht der Marktteilnehmer auf eine Locke-

rung der Geldpolitik, womit sich der Gegenwind für die Währung verstärkt. Kurzfristig aber könnte sinkender Risikoappetit den US-Dollar als sicheren Hafen stützen.

Euro dürfte aufwerten

Durch die markante Neueinschätzung des Fed-Zyklus sank der Zinsunterschied zwischen US-Dollar und Euro für zweijährige Swaps (Grafik 2). Wechselkurse werden oft stark beeinflusst durch die kurzfristigen Zinsen (als Indikator des geldpolitischen Kurses) und es wäre zu erwarten, dass der nun deutlich geringere Zinsunterschied den Euro erstarben lässt. Die Marktteilnehmer wetten derzeit auf eine Kehrtwende der Fed, preisen aber wegen dem Stress im Bankensektor auch eine grössere Ansteckungsgefahr ein. Dies wirkt sich letztlich auf ihre Risikoneigung aus und verhindert vorerst einen weiteren Anstieg des Euro/US-Dollar-Wechselkurses.

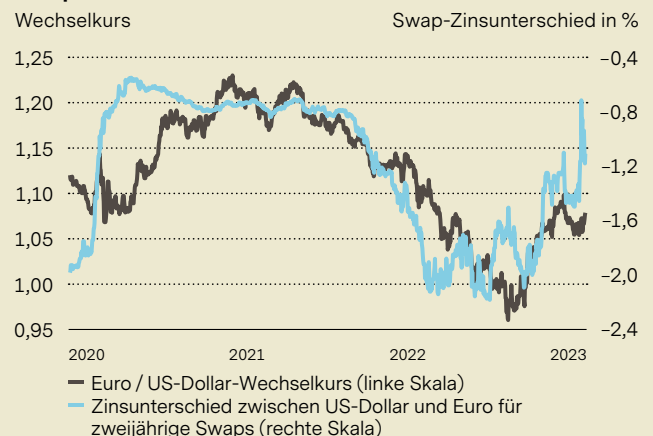
Überdies gab die Europäische Zentralbank (EZB) weitere Details zu den wichtigsten Eckdaten bekannt, welche sie künftig beim Festlegen ihres Leitzinses berücksichtigen wird. Diese umfassen Inflationsprognosen, Wirtschaft- und Finanzzahlen sowie die Inflationsdynamik mit Schwerpunkt auf den Löhnen. Die EZB will zudem ein festes Auge darauf haben, wie rasch ihre Geldpolitik greift. Wir sehen deutliche Anzeichen, dass der höhere risikolose Zinssatz rasch auf die Kreditkosten der Privathaushalte und Unternehmen durchschlägt. Auch Kreditangebot und -nachfrage sinken schnell. In der Eurozone dürfte die Geldpolitik nichts von ihrer bisherigen Wirkungskraft einbüßen. Somit könnte die EZB die Zinsen in den Sommermonaten weiter anheben, sofern die Finanzstabilität nicht gefährdet ist.

Grafik 1: US-Dollar schwächtelt



Quelle: Bloomberg, Vontobel

Grafik 2: Neueinschätzung des Fed-Zyklus verengt Swap-Zinsunterschied zwischen US-Dollar und Euro



Quelle: Bloomberg, DB, Vontobel

Konjunktur und Finanzmärkte 2021 – 2024

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

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

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

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR	-0,50	2,00	3,00	3,57	3,51
USD	0,25	4,50	5,00	5,35	4,90
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,08
GBP	0,25	3,50	4,25	4,35	4,05
CHF	-0,75	1,00	1,50	1,69	1,63
AUD	0,10	3,10	3,60	4,00	3,65
CNY	3,80	3,65	4,35	4,30	4,25

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR (Deutschland)	-0,2	2,6	2,20	2,66	2,26
USD	1,5	3,9	3,44	3,66	3,38
JPY	0,1	0,4	0,32	0,64	0,68
GBP	1,0	3,7	3,38	3,49	3,11
CHF	-0,1	1,6	1,14	1,59	1,41
AUD	1,7	4,1	3,19	3,81	3,40

WECHSELKURSE	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS ENDE 2024
CHF je EUR	1,04	0,99	0,99	1,01	1,02
CHF je USD	0,91	0,94	0,92	0,92	0,91
CHF je 100 JPY	0,79	0,72	0,70	0,72	0,73
CHF je GBP	1,23	1,12	1,12	1,13	1,14
USD je EUR	1,14	1,06	1,08	1,10	1,12
JPY je USD	115	130	131	127	125,50
USD je AUD	0,73	0,67	0,66	0,71	0,72
GBP je EUR	0,84	0,88	0,88	0,89	0,90
CNY je USD	6,37	6,91	6,88	6,70	6,70

ROHSTOFFE	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
Brent-Rohöl, USD je Barrel	79	86	75	86,75	95
Gold, USD je Feinunze	1829	1824	1959	1875	1875
Kupfer, USD je Tonne	9720	8372	8922	8500	9350

¹ Neuste verfügbare Quartalsdaten

² Neuste verfügbare Monatsdaten, G20-Daten nur vierteljährlich

Quelle: Vontobel, jeweilige Statistikämter und Zentralbanken, Stand: 25. März 2023

Offenlegungen und Disclaimer

1. Analystenbestätigung

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

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

Bewertungsgrundlagen und -methoden

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

2. Disclaimer und Quellenangabe

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

18 Rechtliche Hinweise

3. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

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

Informationen für Kunden aus Deutschland

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

Additional information for US institutional clients

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

Additional information for UK clients

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

Information for Italian investors

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

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

