

Vontobel

Investors' Outlook

Mit Pauken und Trump(eten)



Februar 2025



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Start ins neue Jahr

6 Markt-Highlights

«Ja, ja, ja, jetzt wird wieder in die Hände gespuckt,
wir steigern das Bruttosozialprodukt...»

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,
Chief Investment Strategist,
Vontobel
Michaela Huber,
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel
Dan Scott,
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Erscheinungsweise

Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe 6. März 2025)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

29. Januar 2025

Bemerkungen

Siehe «Rechtliche Hinweise» auf Seite 15

Mit Pauken und Trump(eten)



—
Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Geschätzte Leserschaft

Am 20. Januar, pünktlich zu Mittag, trat Donald Trump sein Amt als 47. Präsident der USA an und erliess sofort Dutzende Dekrete, von Einwanderung über Energie bis zu Bundesvorschriften. Trump machte schnell klar, dass er die Spielregeln ändern will. Für Anleger stellt sich nun die zentrale Frage: Wie wirken sich seine Entscheidungen 2025 auf die US-Wirtschaft und die Weltordnung aus?

Anleger beobachteten Trumps rasanten Start genau. Eine der grössten Überraschungen war das Ausbleiben umgehender Zollmassnahmen, insbesondere gegenüber China, aber auch gegenüber anderen Handelspartnern. Dies deutet darauf hin, dass Trump künftige Zölle gezielter verhängen könnte – etwa auf Elektrofahrzeuge –, anstatt sie pauschal zu erheben. In Verbindung mit Trumps Bereitschaft, die Videoplattform TikTok in den USA weiter zuzulassen, könnte dies ein Zeichen des Entgegenkommens gegenüber China sein. Das wiederum lässt vermuten, dass Trumps scharfe Zollrhetorik eher Verhandlungstaktik ist und er seine Worte nicht unbedingt in Taten umsetzen will. Negativ war indes, dass es keine Vorschläge für Steuersenkungen oder Entlastungen für US-Familien gab. Trumps erwarteter Fokus auf eine Verschärfung der Einwanderungs- und Grenzkontrollen entspricht seinen Wahlversprechen und könnte erneut zu Inflationsdruck führen.

Gleichwohl startet Trump seine zweite Amtszeit auf einer relativ soliden wirtschaftlichen Basis. Die Arbeitsmarktdaten präsentieren sich zwar etwas schwächer, sind aber weiterhin stärker als erwartet, und die stabilen Konsumausgaben haben Rezessionsängste bislang im Zaum gehalten. Die jüngst höheren Inflationszahlen führten dazu, dass die US-Notenbank Fed ihre Prognose anpasste und nur noch zwei statt drei Zinssenkungen für dieses

Jahr erwartet. Die Zurückhaltung der Fed ist auch darauf zurückzuführen, dass man abwarten möchte, wie sich die Politik von Donald Trump auswirkt. Obwohl die Märkte nur eine Zinssenkung im Jahr 2025 einpreisen, gehen wir weiterhin davon aus, dass die Fed an zwei Zinsschritten festhält, da die Realzinsen noch zu hoch sind. Die US-Wirtschaft wächst weiterhin und steht im Vergleich zu anderen Regionen gut da, während wir kein erneutes Anziehen der Inflation erwarten.

Anleger könnten kurzfristig mit erhöhter Volatilität konfrontiert sein, da die Märkte nach US-Wahlen oft schwächer tendieren, während sie auf politische Klarheit warten. Wir glauben, dass US-Aktien noch Potenzial für Gewinne bieten, unterstützt durch die Investitionen in die Infrastruktur für künstliche Intelligenz (KI). Die Nachricht, dass China ebenfalls eine KI-Lösung hat – eine, die ähnliche Ergebnisse mit deutlich geringerer Datennutzungsintensität erzielt und zu einem Bruchteil der Kosten produziert wird – hat den Markt verunsichert. Die hohen Bewertungen bestimmter Technologiewerte könnten nun infrage gestellt werden. Es wurde bereits erwartet, dass das überlegene Wirtschaftswachstum in den USA eine Rotation in niedriger bewertete Titel ausserhalb des Technologiesektors auslösen wird, was die US-Aktien insgesamt wahrscheinlich weiterhin begünstigen wird.

In diesem Investors' Outlook werfen wir einen Blick auf die wirtschaftlichen Probleme in Deutschland, den globalen Ausverkauf von Staatsanleihen und den jüngsten Ölpreisanstieg.

Mit dem Amtsantritt von Donald Trump kündigen sich grosse Veränderungen für 2025 an. Wir möchten Ihnen helfen, erfolgreich durch das vor uns liegende Jahr zu navigieren.

→ Webcast

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



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Start ins neue Jahr

Der Januar begann mit dem Wechselspiel zweier Kräfte – Optimismus dank starker US-Wirtschaftsdaten und Unbehagen angesichts von Inflation, politischen Veränderungen und globalen Marktverwerfungen.

Ein Lichtblick war der US-Arbeitsmarkt. Die Zahl der Beschäftigten ausserhalb der Landwirtschaft stieg im Dezember um 256 000 und lag damit deutlich über der Prognose von 155 000. Die Arbeitslosenquote sank auf 4,1%. Nach zwei Jahren der Abkühlung schien der Arbeitsmarkt wieder Tritt zu fassen.

Die Märkte blickten derweil auf Trumps Wahlkampfversprechen in Bezug auf höhere Ausgaben und mehr Wirtschaftswachstum. Da zugleich steigende Defizite und wachsende Inflationsraten befürchtet wurden, galt es für die Anleger neu zu bewerten, wie aggressiv die US-Notenbank Fed die Zinsen im Jahr 2025 senken könnte. Diese veränderten Erwartungen erfassten die Anleihenmärkte mit voller Wucht: Die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen stiegen über 4,7% und zogen die weltweiten Renditen nach oben. Entgegen dem Trend fielen die zehnjährigen Renditen in China auf Rekordtiefs,

was die Probleme des Landes – ein schwaches Wachstum und Deflationsängste – widerspiegelt.

Wir gehen davon aus, dass die Wirtschaft 2025 weiter wachsen wird, die Inflation unter Kontrolle bleibt und die (meisten) Zentralbanken die Zinsen schrittweise senken werden. Die Fed liess die Zinsen im Januar unverändert und betonte, dass sie keine Eile habe. Wir erwarten, dass die Fed die Zinssätze in diesem Jahr wieder auf das als «neutral»¹ betrachtete Niveau senken wird, sobald wir weitere nach unten deutende Überraschungen bei der Inflation sehen. Dies würde auch zu einem Rückgang der Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen in Richtung 4% führen und die Aktienmärkte stützen.

Auf der anderen Seite des Atlantiks ist das Bild weniger rosig. Die Eurozone steht vor grossen Hürden, da die Wirtschaftsaktivität weiter verhalten und das Vertrauen der Verbraucher und Unternehmen nach wie vor schwach ist.

Das Vontobel Investment Committee hat beschlossen, die aktuelle Asset Allocation beizubehalten. Weitere Angaben finden Sie auf Seite 5.

¹ Siehe «Glossar und Quellen» auf Seite 17

	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität			→			Wir bleiben bei unserer neutralen Positionierung für Liquidität und sind weiterhin bereit, diese einzusetzen, wenn sich überzeugende Gelegenheiten ergeben.
2 Anleihen		→				Unsere insgesamt negative Einschätzung von Anleihen bleibt unverändert. Zwar rechnen wir künftig mit einem gewissen Potenzial für niedrigere Anleihenrenditen. Positive Konjunkturdaten und die Wahrscheinlichkeit weiterer fiskalischer Anreize sprechen jedoch unseres Erachtens vorerst gegen eine positivere Sicht auf Anleihen. Daher bekräftigen wir unsere negative Haltung gegenüber Investment-Grade-Anleihen und bleiben für Hochzins-, Schwellenländer- und Staatsanleihen weiterhin neutral.
3 Aktien				→		Wir halten an einer übergewichteten Position in Aktien fest. Da wir davon ausgehen, dass sich das Wirtschaftswachstum verbessern wird, während die Inflation im Zaum gehalten wird und die meisten Zentralbanken ihre Zinssenkungen in diesem Jahr fortsetzen, ist es aus unserer Sicht wahrscheinlich, dass sich Aktien weiterhin besser entwickeln als Anleihen. Auf regionaler Ebene bevorzugen wir US-Aktien, da die dortige Wirtschaft nach wie vor besser abschneidet als andere Regionen und von Donald Trumps «America First»-Agenda zusätzlich profitieren dürfte. Obwohl US-Titel im Vergleich zu anderen globalen Aktien höher bewertet sind, halten wir dies aufgrund mehrerer Faktoren für gerechtfertigt, u. a. wegen der höheren Rentabilität. Für Aktien aus der Schweiz, Europa, Japan und den Schwellenländern bleiben wir neutral. In diesen Regionen sind die Wachstums- und Ertragsaussichten uneinheitlich und die Bewertungen unserer Meinung nach relativ hoch. Chinesische Aktien könnten jedoch von fiskalischen Anreizen profitieren und werden derzeit mit einem Abschlag gegenüber den Industrieländern gehandelt.
4 Gold			→			Nach der US-Präsidentenwahl kam es zu einem Rückgang der Goldpreise. Seitdem konnte das Edelmetall einen Teil der Verluste wieder wettmachen. Dafür gab es vor allem zwei Gründe: die anhaltende Nachfrage der Zentralbanken (die chinesische Zentralbank hat ihre Goldankäufe wieder aufgenommen) und die Attraktivität von Gold als sicherer Hafen (im Vorfeld der Amtseinführung von Donald Trump). Zwar bleiben wir angesichts der geopolitischen Fragmentierung, der steigenden Schuldenlast und der Bemühungen um eine Entdollarisierung langfristig optimistisch für Gold. Es gibt jedoch einige Faktoren, die uns kurzfristig vorsichtig stimmen. Dazu gehören Trumps wachstumsfördernde und reflationäre Politik, die Aussicht auf einen anhaltend starken US-Dollar und das Risiko einer restriktiven US-Notenbank. Es bleibt bei unserer neutralen Einschätzung für Gold.
5 Rohstoffe			→			Für Rohstoffe bleiben wir neutral. Unser Basisszenario für 2025 erwartet ein positives Wirtschaftswachstum und eine weitere Lockerung durch die Zentralbanken, was der Anlageklasse zugutekommen dürfte. Für Gegenwind sorgen die anhaltende Stärke des US-Dollar und die chinesische Wirtschaft, die sich noch nicht erholt hat. Aus geopolitischer Sicht sind Rohstoffe besonders anfällig für Zölle und Sanktionen. Zurzeit ist die Lage jedoch kaum berechenbar: Wird Trump Sanktionen gegen den Iran verhängen oder ein Abkommen schließen? Wird er den Druck auf Russland erhöhen oder «den Krieg in einem Tag beenden»? Angesichts dieser mangelnden Klarheit könnte das Pendel in beide Richtungen ausschlagen. Insofern erscheint uns eine neutrale Sichtweise am sinnvollsten.
6 Alternative Strategien			→			Für alternative Fonds und Immobilien bleiben wir neutral.

Veränderung zum Vormonat:

unverändert → erhöht ↗ verringert ↘



«Ja, ja, ja, jetzt wird
wieder in die Hände
gespuckt, wir steigern
das Bruttosozialprodukt...»

Anfang der 1980er Jahre eroberte «Bruttosozialprodukt» von Geier Sturzflug die Charts und wurde in Deutschland, Österreich und der Schweiz ein Nummer-eins-Hit. Das Lied besang die deutsche Arbeitsmoral und passte gut zum Wechsel zur wirtschaftsfreundlichen schwarz-gelben Regierung in dieser Zeit. Vier Jahrzehnte später sieht es nicht mehr so rosig aus.



Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Die deutsche Wirtschaft wuchs im dritten Quartal 2024 um magere 0,1 %². Die Exporte – einst ein wichtiger Wachstumsmotor – fielen im Oktober um 2,8 % gegenüber dem Vormonat. Die Industrieproduktion liegt immer noch mehr als 10 % unter dem Niveau von vor Covid-19 – fast fünf Jahre nach dem Beginn der Pandemie. Nach Ansicht von Wirtschaftsprognostikern wird sich daran so schnell nichts ändern. Die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) erwartet, dass Deutschland mit einem mageren Wachstum von 0,7 % im Jahr 2025 das Schlusslicht unter den OECD-Ländern bilden wird³. Der Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) erwartet für 2024 einen Rückgang der Produktion um 3 %, und auch für 2025 ist «keine Besserung in Sicht». Oder, um es mit den Worten von BDI-Präsident Siegfried Russwurm zu sagen: «Aktuell ist das Geschäftsmodell Deutschland in ernster Gefahr, nicht irgendwann, sondern hier und heute. Rund ein Fünftel der industriellen Wertschöpfung ist bedroht⁴.»

Wie konnte es so weit kommen? Bei der Suche nach den Schuldigen wird gerne auf die Pandemie, den Russland-Ukraine-Krieg oder die Energiekrise verwiesen. Ein Blick auf Grafik 1 zeigt jedoch, dass sich z.B. die deutsche Industrieproduktion schon viel länger im Sinkflug befindet. Es scheint, als gäbe es auch die ein oder andere strukturelle Herausforderung.

Eine solche Herausforderung ist die Exportabhängigkeit Deutschlands. Die Ausfuhren machen über 40 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) aus. Das ist deutlich mehr als in den USA (11 %) oder der Eurozone (19 %, alle Daten per 2024). Während Deutschlands exportorientiertes Wachstumsmodell dem Land in der Vergangenheit gute Dienste geleistet hat, setzt es die Wirtschaft auch externen Schocks und globalen Handelsschwankungen aus. Diese Anfälligkeit wird besonders deutlich, wenn man einen Blick auf China wirft. Die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt war jahrzehntelang ein wichtiger Importeur von deutschen Waren. Der Anteil der deutschen

8 Markt-Highlights

Exporte nach China an den Gesamtexporten stieg von weniger als 2% im Jahr 2000 auf fast 10% im Jahr 2020. Mittlerweile hat sich China jedoch von einem dankbaren Abnehmer zu einem ernsthaften Konkurrenten entwickelt, vor allem in deutschen Schlüsselindustrien (Grafik 2). Ende 2024 machten Exporte nach China nur noch 5% der deutschen Gesamtexporte aus.

Eine Krise, die sich über Jahre hinweg angebahnt hat

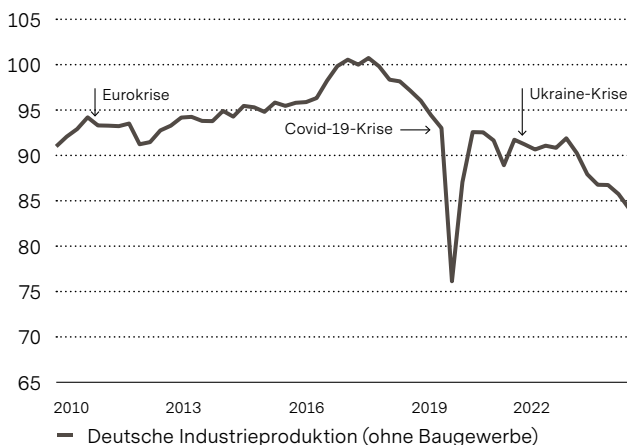
Und dann ist da noch das Problem einer fehlgeleiteten Energiestrategie. Wie viele europäische Länder ist Deutschland ein Netto-Energieimporteur, d.h. es kann nicht seinen gesamten Energiebedarf aus eigener Kraft decken und ist daher auf andere angewiesen. Anfang 2022 importierte Deutschland 55% seines Erdgases aus Russland⁵. Dann kam der Einmarsch Russlands in die Ukraine, ein massiver Preisanstieg und damit die Suche nach alternativen Lieferanten.

Die Energiekrise von 2022 entzündete erneut die Debatte über die Energiesicherheit und beschleunigte den Wandel hin zu «grüner» Energie. In der Tat hat Deutschland auf diesem Gebiet bereits beachtliche Fortschritte erzielt. Das Fraunhofer-Institut für Solare Energiesysteme schätzt, dass im Jahr 2023 mehr als 57% der Nettostromerzeugung für die öffentliche Stromversorgung – also der Anteil, der «aus der Steckdose kommt» – auf erneuerbare Energien zurückzuführen waren⁶.

Eine Garantie für niedrige und stabile Preise ist das allerdings nicht. Wenn Wind und Sonne ausbleiben, sinkt die Stromerzeugung aus Solar- und Windkraftanlagen. Infolgedessen steigt der Strompreis an den Strombörsen. Dies war z.B. letzten Dezember der Fall, als der Preis zeitweise auf über EUR 900 pro Megawattstunde stieg. Kurz darauf sank er wieder auf rund EUR 100. Theoretisch könnten solche vorübergehenden Preisspitzen durch Atomstrom abgefedert werden. Deutschland hat jedoch alle drei verbliebenen Kernkraftwerke 2023 abgeschaltet. Das sorgt nicht nur im Inland, sondern auch im Ausland für Probleme. Schweden hat Berlins Engagement für den Ausstieg aus der Kernenergie wiederholt kritisiert und Deutschland «Heuchelei» vorgeworfen⁷. Im Dezember 2024 kritisierte die schwedische Energieministerin Ebba Busch Deutschland dafür, die EU-Finanzierung für neue fossilfreie Grundlastkraftwerke zu blockieren. Sie argumentierte: «Es ist eine Sache, dass die Deutschen keine Kernenergie für sich selbst wollen, aber eine andere, anderen Ländern den Zugang zu diesen Mitteln zu verweigern.» Zusammenfassend kann man sagen: Die Russland-Ukraine-Krise war vielleicht der Tropfen, der das Fass zum Überlaufen brachte – aber die deutsche Energiekrise begann schon vor dem Einmarsch Russlands in die Ukraine (Grafik 3).

Grafik 1: Die deutsche Industrieproduktion erreichte ihren Höhepunkt bereits vor Covid und Ukraine-Krieg

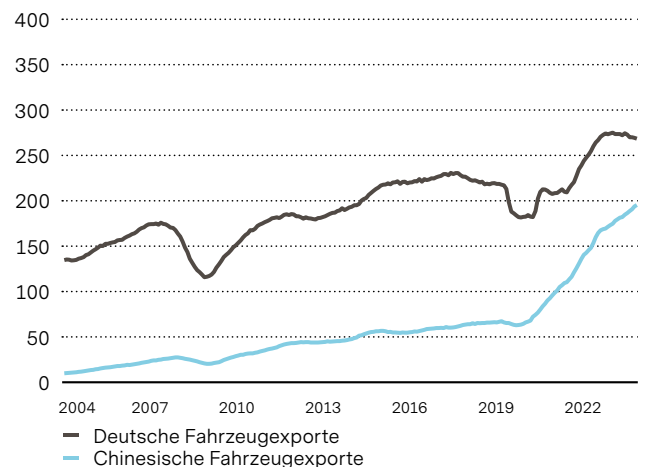
Indexiert auf 100 = 2018



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per Dezember 2024.

Grafik 2: China hat sich vom Importeur zum Wettbewerber entwickelt

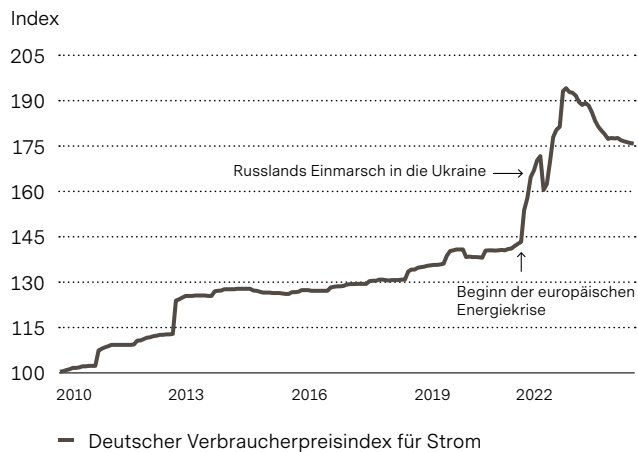
In Milliarden Euro (12-Monats-Summe)



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per Dezember 2024.

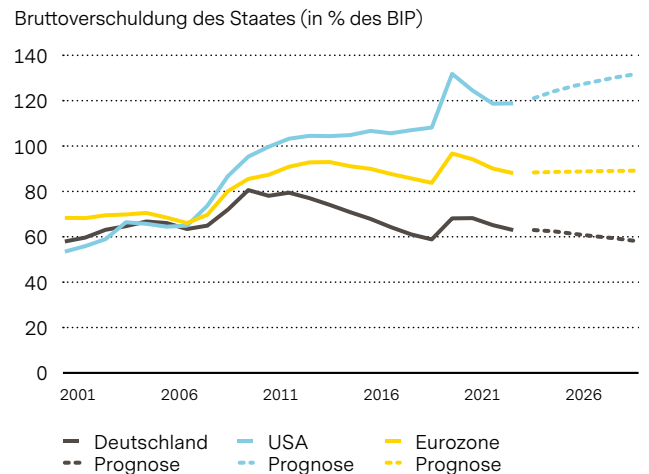


Grafik 3: Die Energiekrise begann bereits vor dem russischen Einmarsch in die Ukraine



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per Dezember 2024.

Grafik 4: Deutsche Staatsverschuldung lässt Handlungsspielraum



Anmerkung: Prognose des Internationalen Währungsfonds

Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per Dezember 2024.

10 Markt-Highlights

Nachlassende Wettbewerbsfähigkeit

Eine weitere Herausforderung ist die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands. Wettbewerbsfähigkeit (oder der Mangel daran) hat viele Facetten. Ein Beispiel sind die relativ strengen Arbeitsmarktvorschriften des Landes. Im Gegensatz zu den USA verlangt das deutsche Recht triftige Gründe für eine Kündigung, formelle Abmahnungen und die strikte Einhaltung von Kündigungsfristen. Zusammen mit dem hohen gewerkschaftlichen Organisationsgrad der Belegschaften macht dies die Kündigung von Mitarbeitern schwierig.

Wettbewerbsfähigkeit hat auch mit der Demografie zu tun. Deutschlands Fertilitätsrate (die Anzahl der Geburten pro Frau) lag 2022 bei 1,5 und damit am unteren Ende der Vergleichsgruppe (USA: 1,7, Frankreich: 1,8, Daten der Weltbank⁸). Laut dem CIA World Factbook 2023 gehört Deutschland auch zu den zehn Ländern mit dem höchsten Medianalter der Welt (46,7 Jahre). Eine alternde Bevölkerung bedeutet eine schrumpfende Erwerbsbevölkerung, was in bestimmten Sektoren zu einem Arbeitskräftemangel führen (offiziellen Schätzungen zufolge werden Deutschland bis 2035 sieben Millionen Fachkräfte fehlen) und die Löhne nach oben drücken könnte⁹. Eine alternde Bevölkerung bedeutet auch höhere öffentliche Ausgaben für Renten und Gesundheit, was die öffentlichen Finanzen belasten und zu höheren Steuern führen könnte. Eine verstärkte Zuwanderung könnte einige dieser demografischen Herausforderungen abfedern (ist aber ein politisch heikles Thema).

Hinzu kommt die hohe Unternehmenssteuerbelastung in Deutschland. Laut der OECD-Steuerdatenbank lag der gesetzliche Körperschaftsteuersatz in Deutschland im Jahr 2024 bei rund 30%. Damit befindet sich Deutschland an der Spitze seiner Vergleichsgruppe (Frankreich, Niederlande und USA: rund 25%; Schweden, Finnland und Schweiz: rund 20%).

Ein weiteres Problem ist der Investitionsstau in Deutschland. Die Nettoanlageinvestitionen des Landes, ausgedrückt in Prozent des BIP, liegen deutlich unter denen anderer Länder (z.B. USA, Eurozone). Die Investitionszurückhaltung Deutschlands wird auch beim Blick auf den alternden Ausrüstungsbestand deutlich (Deutschland: Durchschnittsalter 7,3 Jahre, Eurozone: Durchschnittsalter 6,7 Jahre, USA: Durchschnittsalter 6,1 Jahre). Ab einem gewissen Punkt erfordert der alternde Kapitalstock Reinvestitionen, sonst leidet die Qualität.

Grund zur Hoffnung

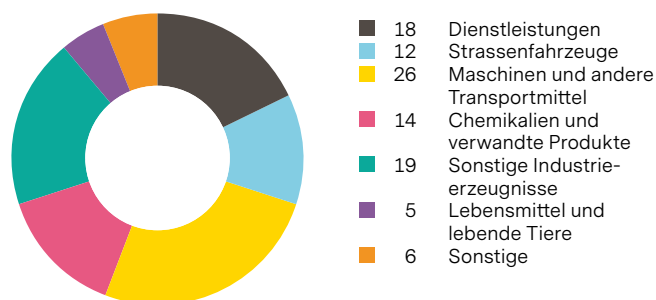
Ist also alles schlecht? Nein. Dank jahrelanger Haushaltsdisziplin ist der Bruttoschuldenstand in Deutschland, ausgedrückt in Prozent des BIP, deutlich tiefer als anderswo. Das lässt eine ganze Menge Spielraum (Grafik 4). Es könnte sein, dass Deutschland eines Tages seine Schuldenaversion überwindet und beginnt, mehr Geld in die Hand zu nehmen. Sogar die ehemalige Bundeskanzlerin Angela Merkel – einst als Europas fiskalische Geißel tituliert – sprach sich kürzlich für eine Lockerung der Schuldenbremse aus, um Investitionen anzukurbeln¹⁰.

Wir sollten auch nicht vergessen, dass die deutsche Wirtschaft mehr als nur Autos produzieren kann (Grafik 5). Zwar macht die Automobilindustrie einen beträchtlichen Teil der deutschen Exporte aus. Im Jahr 2023 entfielen 26% der deutschen Exporte auf Maschinen und andere Transportausrüstungen, 12% auf Strassenfahrzeuge. Das Land spielt aber auch eine wichtige Rolle in der chemischen Industrie (14%) und im Dienstleistungssektor (18%).

Hilfe könnte auch von niedrigeren Gaspreisen kommen. Es wird erwartet, dass in den nächsten Jahren eine Welle neuer Flüssigerdgas-Projekte auf den Markt kommen wird. Laut dem World Energy Outlook 2024 der Internationalen Energieagentur wird das Angebot wahrscheinlich die Nachfrage übersteigen, was zu einem Überangebot an Flüssiggas führen wird, das bis weit in die 2030er

Grafik 5: Deutschland kann mehr als nur Autos produzieren

Deutsche Exporte von Waren und Dienstleistungen (2023), in % der Gesamtausfuhren



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 2023.

Jahre anhalten könnte¹¹. Dies könnte der energieintensiven deutschen Industrie zugutekommen.

Und dann ist da noch die deutsche Innovationskraft. Die deutschen Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E), ausgedrückt als Prozentsatz des BIP, liegen bei über 3% und damit in Schlagdistanz zu den F&E-Ausgaben der USA (3,5%) und deutlich über den F&E-Ausgaben der Eurozone (2,3%, Weltbank-Daten per 2021). Dies könnte sich in neuen, innovativen Produkten «Made in Germany» niederschlagen (Anmerkung: insbesondere die deutsche Automobilindustrie investiert stark in F&E).

Schliesslich gibt es auch Potenzial für einen Politikwechsel. Nach dem Scheitern der «Ampel-Koalition» Ende 2024 wird es im Februar 2025 Neuwahlen geben. Aktuelle Umfragen räumen der CDU/CSU – ein Mitte-Rechts-Bündnis aus zwei Parteien – gute Chancen ein, die neue Regierung zu bilden. Die von der CDU/CSU vorgestellten Wahlversprechen sind ehrgeizig. Geplant sind Steuer-senkungen, wie eine «schrittweise» Senkung des Einkommensteuertarifs, eine «schrittweise» Senkung des Körperschaftsteuersatzes auf maximal 25 % sowie die Abschaffung des Solidaritätszuschlags. Ein staatlich gefördertes Wertpapierdepot für jedes Kind steht ebenfalls zur Debatte. Zur Energiepolitik der CDU/CSU gehören die Senkung der Stromsteuer und der Netzentgelte, der Ausbau der Netze, der Speicher und aller

erneuerbaren Energien sowie die Abschaffung des von der Koalition beschlossenen Wärmegesetzes zur Emissionsminderung. Ausserdem will man an der «Option Kernenergie festhalten», wozu auch die Prüfung der Wiederinbetriebnahme bereits abgeschalteter Kernkraftwerke gehört.

Checkliste: Was bräuchte es für ein «Make Germany Great Again»?
Um abzuschätzen, ob Deutschland eines Tages wieder zu seiner alten Stärke zurückfindet, haben wir eine Checkliste entwickelt, die sich mit den Problemen Deutschlands befasst und erörtert, was unserer Meinung nach nötig wäre, um die Wirtschaft wieder auf Kurs zu bringen. Derzeit sind nur einige Kriterien erfüllt (konkret: Anziehen des globalen Exportwachstums, keine Eskalation des Handelskriegs mit den USA, sinkende Hypothekenzinsen). Mit den richtigen Instrumenten und klugen politischen Entscheidungen könnte in Deutschland aber eines Tages tatsächlich wieder beherzt «in die Hände gespuckt» werden.

Make Germany Great Again: Checkliste

SCHWACHSTELLEN	WAS SICH ÄNDERN MUSS	CHECKLISTE
Energiestrategie	Sinkende globale Energiepreise	x
	Senkung der Stromsteuer und der Netzentgelte	x
	Gas-Deal mit Donald Trump	x
Exportmodell	Belebung des globalen (Export-) Wachstums	✓
	Keine Eskalation des Handelskriegs mit den USA	✓
Wettbewerbsfähigkeit	Initiative zur Deregulierung	x
	Niedrigere Unternehmenssteuern	x
	Unternehmensfreundliche Arbeitsmarktreformen	x
Investitionsrückstand	Eine smarte Reform der Schuldenbremse	x
	Substanzielles Infrastrukturpaket	x
	Sinkende Hypothekenzinsen	✓

Quelle: Vontobel; per Dezember 2024.

Im Pausenmodus



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Nach der Septembersitzung des Offenmarktausschusses (FOMC) der US-Notenbank Fed im vergangenen Jahr waren die meisten Anleger davon ausgegangen, dass der US-Leitzins auf 3% zusteuern würde. Nach dem Sieg der Republikaner bei den US-Wahlen tendierten die Markterwartungen jedoch deutlich nach oben, wobei viele das Zinsniveau eher bei 4% sahen. Zurzeit machen sich die Anleger darauf gefasst, dass die Zinsen möglicherweise auf ihrem jetzigen Niveau bleiben und keine weiteren Zinssenkungen in Aussicht stehen.

Die Fed signalisierte im Dezember eine restriktive Haltung für 2025. Weniger prognostizierte Zinsschritte in Verbindung mit den nach oben korrigierten Inflationsprognosen zeichneten ein schwieriges Bild. Der Vorsitzende Jerome Powell räumte ein, dass einige Mitglieder des FOMC die Politik der künftigen Trump-Regierung in ihren Prognosen berücksichtigt hätten – ein Widerspruch zu seiner früheren Aussage, wonach der Ausschuss keine Vermutungen oder Spekulationen anstellt.

Auch wenn die Verantwortlichen der Fed mögliche fiskalpolitische Auswirkungen berücksichtigen können, verlangt ihr Mandat eine evidenzbasierte Geldpolitik.

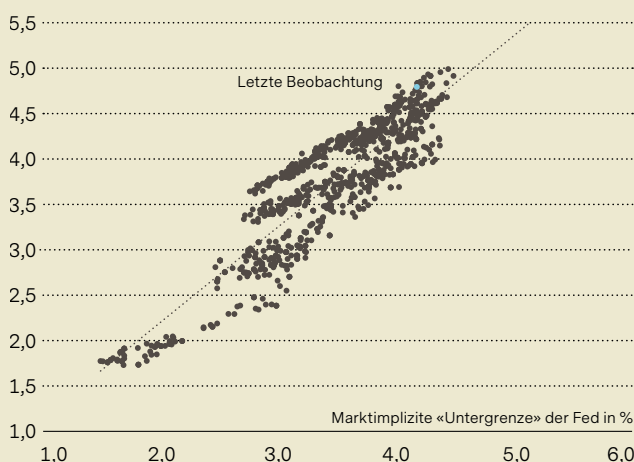
Ohne einen echten Kurswechsel von Zinssenkungen zu Zinserhöhungen ist es unwahrscheinlich, dass die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen die Fünf-Prozent-Marke entscheidend übersteigt. Die Renditen von Staatsanleihen orientieren sich eng an den am Markt eingepreisten Leitzinserwartungen (Grafik 1), und die Märkte müssten neue Zinserhöhungen einkalkulieren, um die Renditen deutlich nach oben zu treiben. Die Fed betrachtet ihre derzeitige Haltung jedoch bereits als restriktiv, während die steigenden Renditen die Dynamik am Immobilienmarkt beeinträchtigen und den Aktienmarkt belasten. Daher halten wir eine längere Pause für weitaus wahrscheinlicher als eine erneute Straffungsrunde.

Investment Grade: Wenig Spielraum für weitere Mehrrenditen

Eine weitere Lockerung der Fed könnte Investment-Grade-Anleihen gewisse Impulse verleihen. Im Moment scheinen die meisten positiven Nachrichten in den Bewertungen eingepreist zu sein, sodass die Aussichten auf eine Mehrrendite sehr gering sind. Die aktuellen Renditen bieten zwar eine annehmbare Gesamtrendite, aber es besteht wenig Spielraum für eine weitere Verringerung der Renditeaufschläge. In den letzten 15 Jahren gab es nur eine Handvoll Handelstage, an denen die Renditeaufschläge im Investment-Grade-Bereich geringer waren als derzeit (Grafik 2). Dies deutet auf ein begrenztes Potenzial für einen weiteren Rückgang hin und könnte eine erhöhte Anfälligkeit für negative Marktentwicklungen oder wirtschaftliche Schocks signalisieren, da die Renditeaufschläge kaum noch Spielraum haben, um zusätzliche Risiken abzufedern.

Grafik 1: Die Jagd nach dem Limit: Wie hoch könnten die Anleihenrenditen steigen?

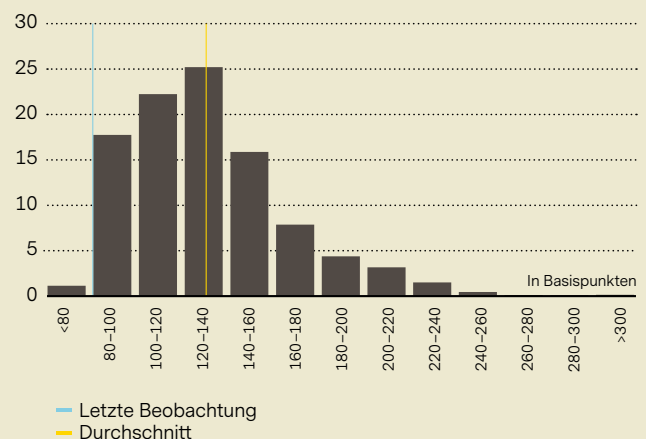
Rendite 10-jähriger US-Anleihen in %



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 14. Januar 2025.

Grafik 2: Investment-Grade-Anleihen: Begrenzter Spielraum für Überrenditen

Prozentsatz der Tage mit Renditeaufschlägen innerhalb der Spanne



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 14. Januar 2025.

Wie geht es weiter nach den jüngsten Marktturbulenzen?



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Der Dezember 2024 war von einem komplexen Zusammenspiel aus geldpolitischen Massnahmen, geopolitischen Spannungen, politischen Krisen und Konjunkturmassnahmen geprägt. Dies führte zu gemischten Ergebnissen an den globalen Aktienmärkten und gab den Ton für einen sehr ereignisreichen Januar vor. Doch wie geht es nun weiter?

Während wir uns alle darauf vorbereiteten, das neue Jahr mit Champagner einzuläuten, wurde die Festtagsstimmung durch die «restriktive» Zinssenkung der US-Notenbank Fed auf ihrer Dezembersitzung etwas gedämpft. Die Fed signalisierte, dass die Zinsen wahrscheinlich länger restriktiv bleiben würden, als die Märkte erwartet hatten. Dies spiegelte anhaltende Inflationsängste wider und trieb die Renditen von US-Staatsanleihen nach oben.

Infolgedessen kühlte sich der Optimismus der Anleger nach dem Rekordjahr 2024 ab, zumal die hohen Bewertungen und die bevorstehende Berichtssaison zum Jahresende für weitere Unsicherheit sorgten. Dies erhöhte Anfang Januar die Volatilität an den Aktienmärkten und löste eine Rotation aus, bei der Kapital vom US-Markt in defensivere Anlagestile und Sektoren mit niedrigeren Bewertungen, wie die Eurozone oder die Schweiz, verlagert

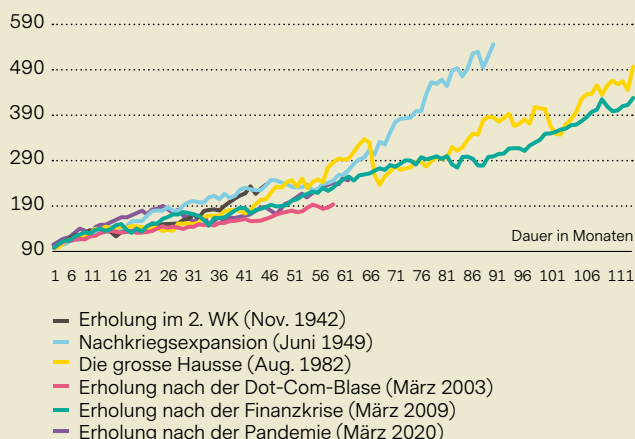
wurde. Der US-Aktienmarkt verzeichnete gegen Ende des Monats eine deutliche Erholung, angetrieben vom Optimismus rund um Trumps Amtseinführung und Ankündigungen bedeutender Investitionen in KI. Doch der Schwung wurde unterbrochen, als bekannt wurde, dass ein chinesisches Startup ein hochkompetitives und kostengünstiges KI-Modell entwickelt, was die Märkte vorübergehend in Aufruhr versetzte. Was halten wir davon?

Das Vontobel Investment Committee bleibt bei seiner positiven Einschätzung für Aktien. Wir halten an der übergewichteten Position fest, die wir seit Ende September 2022 fast ununterbrochen beibehalten haben. Der Grund ist eine langfristige Hausse, die sich unserer Meinung nach trotz kurzfristiger Volatilität bis ins Jahr 2025 erstrecken könnte (Grafik 1). Besonders optimistisch sind wir in Bezug auf US-Aktien, die von mehreren Faktoren profitieren dürften, darunter die Fortsetzung von Trumps «America First»-Politik und ihr starkes Engagement in bahnbrechenden neuen Technologien.

Trotz des Rückschlags Ende Januar und der Wahrscheinlichkeit anhaltender kurzfristiger Volatilität – insbesondere für Halbleiter- und KI-Datencenter-Zulieferer – bleiben wir zuversichtlich, dass die nächsten 12 Monate von starkem Gewinnwachstum und unerwartet positiven Überraschungen geprägt sein werden. Darüber hinaus sind wir nicht der Meinung, dass wir uns in einer Situation befinden, die der Dotcom-Blase von 2000 ähnelt, als Technologieunternehmen durch geringe Profitabilität, hohe Schulden, fragile Geschäftsmodelle und überhöhte Bewertungen gekennzeichnet waren. Im Vergleich dazu sind die heutigen Fundamentaldaten deutlich nachhaltiger (Grafik 2).

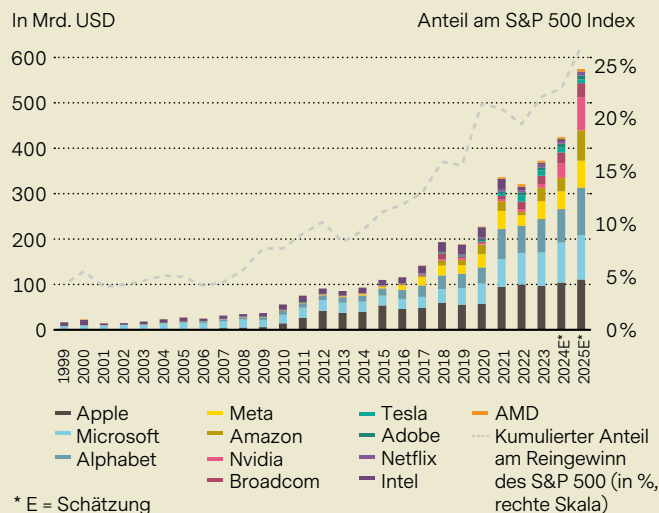
Grafik 1: Hausse-Märkte in den letzten 80 Jahren

S&P 500 Index, Gesamtrendite in USD, in %, indexiert auf den Beginn der Hausse = 100



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 17. Januar 2025.

Grafik 2: Reingewinn für ausgewählte grosse US-Tech- und KI-Werte



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 17. Januar 2025.

Öl im Strudel?



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Der Januar zeigte einmal mehr, wie schnell sich die Dinge in der schnelllebigen Rohstoff-Welt ändern können. Nachdem Rohöl der Sorte Brent monatelang Mühe hatte, sich über der Marke von USD 70 pro Barrel zu halten, stieg es Mitte Januar auf über USD 80.

Ein Grossteil des Anstiegs war auf geopolitische Ereignisse zurückzuführen. In den letzten beiden Wochen ihrer Amtszeit verhängte die Regierung Biden unerwartet strenge Sanktionen gegen Russland. Die Sanktionen betrafen zwei grosse Ölkonzerne, mehr als 180 Schiffe, Versicherungsgesellschaften und Ölhändler, die Öl oberhalb der von der Gruppe der Sieben¹² auferlegten Preisobergrenze von USD 60 pro Barrel kauften.

Apropos Sanktionen: Donald Trumps bevorstehender Amtsantritt und Befürchtungen hinsichtlich einer härteren Iran-Politik trugen auch zum Preisanstieg bei. Die iranische Rohölproduktion ging während Trumps erster Amtszeit von 3,8 Millionen Barrel pro Tag (mbpd) auf 2 mbpd zurück (Grafik 1), was zu einer starken Rallye führte. Sollte Trump den Druck auf Iran erhöhen, dürften die Ölpreise weiter steigen.

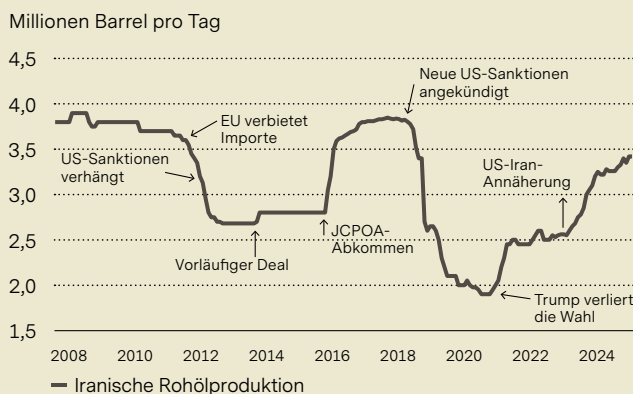
Trump's Drohung, alle kanadischen Importe, einschliesslich Öl, mit Zöllen in Höhe von 25 % zu belegen, spielte ebenfalls eine Rolle. Ein kälter als erwartet ausgefallener Winter in den USA (mehr Nachfrage nach Heizöl) und die Nachricht, dass die US-Lagerbestände in Cushing, Oklahoma, auf ein Zehnjahrestief gefallen sind, verstärkten die Angebotsängste (Grafik 2).

Trotz kurzfristiger Aufwärtsrisiken besteht immer noch die Hoffnung, dass ein Öl-Schock vermieden werden kann. Was den Iran betrifft, so ist die Situation heute eine andere als 2018/2019. Damals waren mehrere Abnehmer von iranischem Öl abhängig. Heute liefert der Iran mehr als 90 % seines Öls nach China, das die US-Sanktionen nicht anerkennt. Irans Öl-Minister hat zudem bereits mitgeteilt, dass «die notwendigen Vorkehrungen» getroffen worden seien¹³.

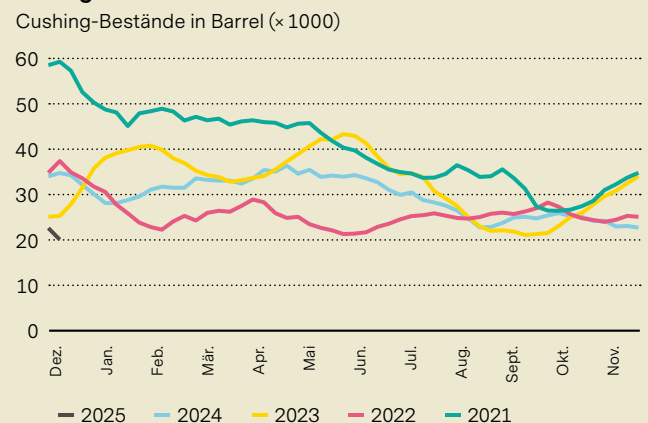
Was Kanada anbelangt, so sind Öllieferungen von dort für die US-Raffinerien wichtig. Vor allem die Raffinerien im Mittleren Westen sind auf die Verarbeitung von «schwerem» kanadischem Rohöl spezialisiert, nicht auf «leichtes» US-Rohöl¹⁴.

Und dann ist da noch die anhaltend schwache Nachfrage. Wichtige Prognostiker wie die Organisation der erdölexportierenden Länder (OPEC) haben ihre Nachfrageprognosen wiederholt gesenkt und dabei u.a. die schwache chinesische Wirtschaft angeführt (China ist der wichtigste Ölimporteur der Welt). Das vielleicht wichtigste Argument gegen einen Öl-Schock ist Trump selbst – der kein grosser Freund hoher Ölpreise ist.

Grafik 1: Ist die iranische Ölproduktion gefährdet?



Grafik 2: US-Ölvorräte zu Beginn des Jahres auf niedrigem Niveau



König Dollar regiert



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Der US-Dollar stieg im vergangenen Jahr um 7,2%, wobei die stärksten Zugewinne im letzten Quartal zu verzeichnen waren, als «Trump 2.0» die Hoffnung auf wirtschaftliche Impulse weckte, was die globalen Währungen belastete. Die Hausse des Dollar könnte sich zwar weiter fortsetzen, doch die Ungewissheit über das Timing der US-Politik und die wirtschaftliche Dynamik könnte seinen Anstieg bremsen.

Zwei Worte – König Dollar (Grafik 1). Am Devisenmarkt behauptete der Dollar seine Dominanz. Den grössten Zuwachs gab es Ende 2024, als sich die Märkte auf den möglichen politischen Kurswechsel unter Trump einstellten. Die Hausse zog die Währungen der Industrie- und Schwellenländer gleichermassen in Mitleidenschaft, wobei der brasilianische Real angesichts der wirtschaftlichen Instabilität im Land und der weltweiten Risikoaversion um 21,4% einbrach.

Die Entwicklung des Dollars hängt von den US-Konjunkturdaten und der Stärkung der ohnehin robusten Wirtschaft durch Trump ab. Auch wenn der Dollar weiter aufwerten könnte, besteht für die spätzyklische US-Wirtschaft die Gefahr einer Kehrtwende, wenn das Wachstum nachlässt.

Der Euro hängt in den Seilen

Der Euro fiel im letzten Jahr um 6,2% gegenüber dem US-Dollar, wobei sich die Verluste im Schlussquartal beschleunigten. Das günstige Umfeld in den USA lockte die Anleger in den Dollar, während der Euro unter der politischen Unsicherheit und dem schleppenden Wachstum in der Eurozone litt. Obwohl der Dollar nach wie vor eine dominante Stellung einnimmt, erscheint sein Aufschwung allmählich überzogen, was für Spekulationen über eine Erholung des Euro sorgt. Eine Lösung des Ukraine-Konflikts oder eine flexiblere Fiskalpolitik in Deutschland könnten der Wirtschaft einen dringend benötigten Schub verleihen. Der wichtigste Faktor liegt jedoch in den USA, denn jedes Anzeichen einer Konjunkturabschwächung könnte den Einfluss des Dollars schwächen und dem Euro seine grösste Chance auf eine Erholung bieten.

Der Schweizer Franken wird nach wie vor durch die robuste Wirtschaftsleistung des Landes gestützt, die stärker ist als in der Eurozone. Selbst angesichts der bevorstehenden Zinssenkungen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) scheinen die Franken-Bullen unbeirrt. Sollte sich jedoch die weltweite Risikobereitschaft aufgrund einer geopolitischen Entspannung oder wirtschaftlichen Erholung verbessern, würde der Franken wahrscheinlich schwächer tendieren.

Die jüngsten Inflationsdaten aus der Schweiz festigten die Erwartung einer Zinssenkung der SNB um 25 Basispunkte (Bp.) im März. Die eigentliche Frage lautet, ob die SNB den mutigen Schritt von 50 Bp. vom Dezember wiederholt. Die Marktstimmung deutet darauf hin, dass die SNB ihren Leitzins letztlich auf eine Untergrenze von 0% senken könnte (Grafik 2).

Grafik 1: König Dollar regiert

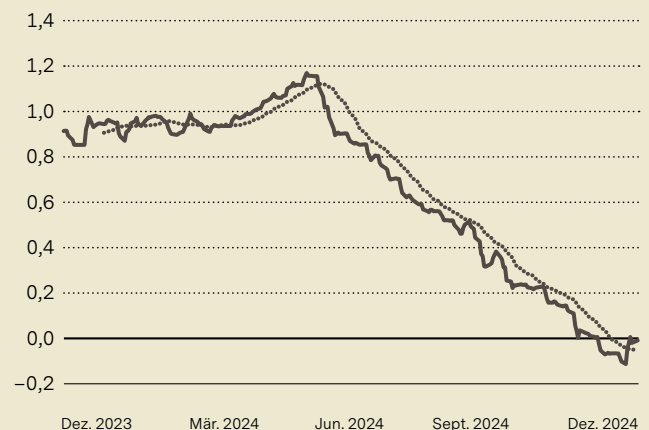
USD-Wechselkurs



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 14. Januar 2025.

Grafik 2: Zinssenkung der SNB auf Null von den Märkten vollständig eingepreist

Marktplizite «Untergrenze» der SNB, in %



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 14. Januar 2025.

Konjunktur und Finanzmärkte 2024 – 2026

Die folgende Liste zeigt die Ist-Werte, Wechselkurse und Preise von 2024 sowie Konsensprognosen für 2025 und 2026 zu Bruttoinlandprodukt (BIP), Inflation/Inflationserwartungen, Leitzinsen, 10-jährigen Staatsanleihen, Wechselkursen und Rohstoffen.

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

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

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN ⁵
EUR (Einlagenzins)	3,00	3,00	2,09	1,86	→
USD (Fed-Leitzins, obere Grenze)	4,50	4,50	4,05	3,70	↓
JPY	0,25	0,25	0,60	0,79	
GBP	4,75	4,75	4,15	3,50	
CHF	0,50	0,50	0,15	0,15	→
AUD	4,35	4,35	3,95	3,50	

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN ⁵
EUR (Deutschland)	2,37	2,52	2,2	2,23	↓
USD	4,57	4,60	4,2	4,04	↓
JPY	1,10	1,20	1,23	1,46	
GBP	4,57	4,64	4,16	3,9	
CHF	0,33	0,41	0,34	0,60	↓
AUD	4,36	4,50	4,11	4,13	

WECHSELKURSE	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN ⁵
CHF je EUR	0,94	0,94	0,94	0,94	↑
CHF je USD	0,91	0,91	0,91	0,90	↑
CHF je 100 JPY	0,58	0,59	0,59	0,61	
CHF je GBP	1,14	1,11	1,13	1,14	
USD je EUR	1,04	1,03	1,03	1,05	↑
JPY je USD	157,00	156,00	153,00	148,00	
USD je AUD	0,62	0,62	0,63	0,65	
GBP je EUR	0,83	0,84	0,83	0,83	
CNY je USD	7,30	7,33	7,38	7,40	

ROHSTOFFE	2024	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE	VONTOBEL-AUSBLICK IN 12 MONATEN ⁵
Brent-Rohöl, USD je Barrel	75	81	74	73	↓
Gold, USD je Feinunze	2625	2714	2750	2600	→
Kupfer, USD je Tonne	8768	9231	9500	9500	↓

¹ Vorbehaltlich von Überarbeitungen (z.B. potenzielle Überarbeitungen der Q4-Daten)
² Letztverfügbares Quartal
³ Vorbehaltlich von Überarbeitungen
⁴ Letztverfügbarer Monat, G20-Daten nur vierteljährlich
⁵ ↑ über Konsens, → im Einklang mit dem Konsens, ↓ unter Konsens

Offenlegungen und Disclaimer

1. Disclaimer und Quellenangabe

Dieses Dokument wurde durch ein oder mehrere Unternehmen der Vontobel-Gruppe (zusammen «Vontobel») für private und institutionelle Kunden erstellt.

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist weder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, noch zur Abgabe eines Kauf- oder Zeichnungsangebots.

Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar. Die Rendite kann, zum Beispiel infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Der Wert des angelegten Kapitals kann steigen oder fallen. Für die vollständige oder teilweise Rückzahlung des angelegten Kapitals gibt es keine Garantie.

«BLOOMBERG®» und die hierin aufgeführten Bloomberg-Indizes (die «Indizes») sind Dienstleistungsmarken von Bloomberg Finance L.P. und seinen verbundenen Unternehmen, einschliesslich Bloomberg Index Services Limited («BISL»), dem Verwalter der Indizes (zusammen «Bloomberg»), und wurden vom Verreiber dieses Dokuments (dem «Lizenznehmer») für die Verwendung zu bestimmten Zwecken lizenziert. Bloomberg ist nicht mit dem Lizenznehmer verbunden und Bloomberg genehmigt, befürwortet, prüft oder empfiehlt die hier genannten Finanzprodukte (die «Produkte») nicht. Bloomberg übernimmt keine Garantie für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit von Daten oder Informationen im Zusammenhang mit den Produkten.

Obwohl Vontobel der Meinung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann Vontobel keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen übernehmen. Ausser soweit im Rahmen der anwendbaren Urheberrechtsgesetze vorgesehen, darf die hier wiedergegebene Information ohne die ausdrückliche Zustimmung von Vontobel weder in Teilen noch in ihrer Gesamtheit wiederverwendet, angepasst, einer Drittpartei zur Verfügung gestellt, verlinkt, öffentlich aufgeführt, weiterverbreitet oder in anderer Art und Weise übermittelt werden. Vontobel lehnt, soweit gemäss dem geltenden Recht möglich, jegliche Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste ab, welche sich aus den hier zur Verfügung gestellten Informationen oder dem Fehlen ebensolcher ergeben. Haftungsansprüche, die gegen Vontobel infolge unterlassener oder unvollständiger Übermittlung dieser Informationen oder allfälliger Probleme mit diesen Informationen oder wegen Fahrlässigkeit, Vertragsbruch oder Gesetzesverstössen gegen uns geltend gemacht werden könnten, beschränken sich, im Ermessen von Vontobel, soweit gesetzlich zulässig, auf die erneute Bereitstellung dieser Informationen beziehungsweise eines Teils davon beziehungsweise auf die Zahlung eines dem Aufwand für die Beschaffung dieser Informationen oder eines Teils davon entsprechenden Geldbetrages. Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen in Ländern zur Verfügung gestellt oder Personen in solchen Ländern zugänglich gemacht werden, wo dies aufgrund der geltenden Gesetze verboten ist. Personen, welche dieses Dokument zur Verfügung gestellt erhalten, sind verpflichtet, sich über solche Einschränkungen kundig zu machen und die lokalen Gesetze zu befolgen. Insbesondere darf dieses Dokument weder US Personen zur Verfügung gestellt oder überreicht noch in den USA verbreitet werden.

2. 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.

18 Rechtliche Hinweise

Additional information for UK clients

This communication is issued and approved by Vontobel Asset Management S.A. London Branch which has its registered office at 3rd Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF and is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA") with Firm Reference Number 966651. Details of its regulatory permissions are available on the FCA Register and can also be obtained upon request from Vontobel Asset Management S.A., London Branch. Vontobel Asset Management S.A. London Branch is an overseas branch of Vontobel Asset Management S.A. ("Vontobel") public limited company registered in Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF") with reference number A00001304 and S00001011.

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 Die Schätzungen darüber, was «neutral» für die Fed bedeutet, variieren, aber aus unserer Sicht liegt das neutrale Zinsniveau wahrscheinlich bei etwa 3%.
- ² Preise, saison- und kalenderbereinigt.
- ³ Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 4. Dezember 2024. <https://www.reuters.com/markets/europe/oecd-cuts-2025-forecast-german-economy-2024-12-04/#:~:text=The%20world%27s%20third%2Dlargest%20economy,from%20the%20OECD%2C%20told%20Reuters.>
- ⁴ Quelle: Artikel der NZZ, veröffentlicht am 10. September 2024. <https://www.nzz.ch/wirtschaft/die-deutsche-industrie-laeutet-die-alarmglocke-und-ruft-nach-dem-staat-ld.1847619>
- ⁵ Quelle: Artikel des Weltwirtschaftsforums, veröffentlicht am 24. August 2022. <https://www.weforum.org/stories/2022/08/energy-crisis-germany-europe/>
- ⁶ Quelle: Pressemitteilung des Fraunhofer-Instituts für Solare Energiesysteme ISE, veröffentlicht am 15. Januar 2024. <https://www.ise.fraunhofer.de/en/press-media/press-releases/2024/public-electricity-generation-2023-renewable-energies-cover-the-majority-of-german-electricity-consumption-for-the-first-time.html#:~:text=In%20total%2C%20renewables%20produced%20around,compared%20to%2050.2%25%20in%202022.>
- ⁷ Quelle: Artikel von Euractiv, veröffentlicht am 16. Dezember 2024. <https://www.euractiv.com/section/politics/news/sweden-ramps-up-criticism-of-berlin-in-energy-price-feud/>
- ⁸ Quelle: Weltbank, Stand 9. Januar 2025. <https://genderdata.worldbank.org/en/indicator/sp-dyn-tftrt-in>
- ⁹ Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 21. Februar 2024. <https://www.reuters.com/markets/europe/germanys-shortage-workers-is-biggest-risk-growth-minister-says-2024-02-21/>
- ¹⁰ Quelle: Artikel der Financial Times, veröffentlicht am 25. November 2024. <https://www.ft.com/content/2854eff3-97a3-4f9f-9e5f-1aaf216424d8>
- ¹¹ Quelle: World Energy Outlook 2024, veröffentlicht im Oktober 2024. <https://iea.blob.core.windows.net/assets/a5ba91c9-a41c-420c-b42e-1d3e9b96a215/WorldEnergyOutlook2024.pdf>
- ¹² Intergouvernementale Organisation, bestehend aus Kanada, Frankreich, Deutschland, Italien, Japan, dem Vereinigten Königreich und den USA.
- ¹³ Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 13. November 2024. <https://www.reuters.com/world/middle-east/iran-ready-possible-oil-export-curbs-after-trump-election-2024-11-13/>
- ¹⁴ Schweres Rohöl und leichtes Rohöl unterscheiden sich in Dichte, Viskosität und Zusammensetzung, was sich auf deren Verarbeitung und Bewertung auswirkt. Leichtes Rohöl erzielt oft einen Aufpreis gegenüber schwerem Rohöl.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

