

**100** | Empowering  
**years** | Investors

**Vontobel**

# Investors' Outlook

Der Vorhang fällt,  
das Rampenlicht verlagert sich



Oktober 2024

## 2 Inhalt



### 3 Editorial

### 4 Anlagestrategie

Fade-in, Fade-out

### 6 Markt-Highlights

Von Eisbergsalaten und Schuldenbergen

### 10 Anlageklassen im Fokus

### 14 Prognosen

### 17 Referenzen

Glossar und Quellen

## Impressum

### 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 of Vontobel Multi Asset,  
Vontobel

### Erscheinungsweise

Zehnmal pro Jahr  
(nächste Ausgabe bis zum 4. November 2024)

### Konzept

MetaDesign AG

### Gestaltung & Realisation

Vontobel

### Bilder

Gettyimages,  
Vontobel

### Redaktionsschluss

2. Oktober 2024

### Bemerkungen

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

# Der Vorhang fällt, das Rampenlicht verlagert sich



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

Geschätzte Leserschaft

Nach Monaten der gespannten Erwartung hat die US-Notenbank Fed endlich die Zinswende eingeleitet und mit einer Senkung der Zinsen um 50 Basispunkte (Bp.) die Anleger aufatmen lassen. Diejenigen, die befürchteten, die Fed könnte damit auf versteckte Konjunkturrisiken reagieren, dürften die Aussagen<sup>1</sup> von Fed-Chef Jerome Powell beruhigt haben, dass der Arbeitsmarkt in den USA in «solider Verfassung» sei und dass die US-Währungshüter sich in puncto Zinssenkungen nicht im Rückstand sehen.

Der Zinsschritt stellt nicht nur einen entscheidenden Kurswechsel in der US-Geldpolitik dar, sondern fügt sich auch in einen breiteren Trend ein, wonach die führenden Zentralbanken der Welt ihre Geldpolitik synchronisiert lockern. Die Europäische Zentralbank (EZB) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) haben die Zinsen bereits zum zweiten bzw. dritten Mal gesenkt, da die Inflationsorgen zunehmend in den Hintergrund treten. Dieser Lockerungszyklus sollte dafür sorgen, dass sich die Wirtschaft weltweit erholt.

In China, einem wichtigen Wachstumsmotor der Weltwirtschaft, haben die Behörden Massnahmen ergriffen,<sup>2</sup> um die Wirtschaft anzukurbeln. Sie stehen unter Druck, ihr Wachstumsziel von 5% für dieses Jahr zu erreichen. Zu den Massnahmen gehören Zinssenkungen, niedrigere Hypothekenzinsen, Kreditsupport für Banken und gelockerte Vorschriften für Hauskäufer in einigen grossen Städten.

Dies hat Optimismus und eine chinesische Aktienhausse ausgelöst, insbesondere da sich Investoren Sorgen über eine Deflationsspirale<sup>3</sup> machten. Alle Augen werden nun auf die Daten betreffend das Bruttoinlandsprodukt (BIP) gerichtet sein, die Mitte Oktober veröffentlicht werden.

→ **Webcast**

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

Nachdem die Fed die erste Zinssenkung vollzogen hat, verlagert sich unser Augenmerk auf die bevorstehende Präsidentschaftswahl in den USA. Kamala Harris und Donald Trump haben die Hauptrollen in einem genau verfolgten Showdown übernommen. Das spannende Finale in diesem Jahr zieht schon jetzt die Aufmerksamkeit der ganzen Welt auf sich, und sein Ausgang dürfte die künftige wirtschaftliche und geopolitische Kulisse stark prägen.

Unsere November-Ausgabe wird als Mini-Format mit den wichtigsten Informationen erscheinen. Denn wir wissen, dass sich die Marktlage, gerade wenn solche bedeutenden Ereignisse bevorstehen, sehr schnell ändern kann. Wir haben auch das Erscheinungsdatum der Publikation vorverlegt, die Sie nun bis zum 4. November in Ihrem Posteingang erwarten können. Kurz nach Bekanntgabe der Wahlergebnisse werden wir zudem ein Webinar veranstalten, um die Auswirkungen für Anleger zu erörtern und unsere Analyse zu präsentieren. Weitere Einzelheiten erfahren Sie in der nächsten Ausgabe.

In diesem Investors' Outlook erwartet Sie neben ausführlichen Untersuchungen zu den Themen Fiskalpolitik und Staatsschulden unser Blick auf die Aktien- und Rohstoffmärkte.

Wir sind bereit für den vierten Akt des Jahres und werden unser Spiel flexibel an das Skript des Marktes anpassen.

<sup>1</sup> Siehe «Glossar und Quellen» auf Seite 17



—  
**Stefan Eppenberger**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel

# Fade-in, Fade-out

**Im September standen vor allem die Zinsentscheidung der US-Notenbank Fed und die Spekulationen der Anleger über den Umfang der erwarteten Senkung im Rampenlicht. Noch wichtiger war jedoch die Frage, wie der Zinsweg in Zukunft verlaufen wird. Anhaltspunkte hierfür lieferte der aktualisierte «Dot Plot»<sup>4</sup>. Demnach rechnet die Fed bis Ende des Jahres mit 50 Bp., 2025 mit 100 Bp. und 2026 noch einmal mit 50 Bp. an weiteren Zinssenkungen.**

Das Inflationsrisiko ist zwar zurückgegangen, dafür ist unserer Meinung nach jetzt Vorsicht im Hinblick auf die Wachstumsaussichten geboten. Wichtige konjunkturelle Frühindikatoren zeigen weiterhin nach unten<sup>5</sup>, die Beschäftigungsdaten für August blieben hinter den Erwartungen zurück<sup>6</sup>, und die Stimmung der Unternehmen wird zunehmend durch die Sorge um künftige Umsätze getrübt<sup>7</sup>.

Chinas Einführung zahlreicher Konjunkturmassnahmen ist ein Zeichen dafür, dass die Behörden entschlossen sind, die inländischen wirtschaftlichen Herausforderungen sowie den angeschlagenen Immobilienmarkt und den deflationären Druck anzugehen. Während dies die chinesischen Aktien sofort beflügelte, wird es dennoch einige Zeit dauern, bis die Auswirkungen in der Realwirtschaft spürbar werden. Sie bringen uns aber auf den richtigen Weg.

Details zu unserer Asset-Allokation finden Sie auf Seite 5.

|   | UNTERGEWICHTET |        | NEUTRAL | ÜBERGEWICHTET |       |   |
|---|----------------|--------|---------|---------------|-------|---|
|   | stark          | leicht |         | leicht        | stark |   |
| <b>1</b><br><b>Liquidität</b>             |                |        | ↗       |               |       | Aufgrund unserer taktischen Herabstufung von Aktien sind wir in Liquidität jetzt nicht mehr untergewichtet, sondern neutral positioniert. Wir werden diese Mittel erneut einsetzen, sobald sich Investitionsmöglichkeiten bieten.   |
| <b>2</b><br><b>Anleihen</b>               |                | →      |         |               |       | In Anleihen bleiben wir insgesamt leicht untergewichtet. Der schlechtere Konjunkturausblick und die Normalisierung der Inflation haben die US-Notenbank Fed dazu veranlasst, die Zinswende einzuleiten. In der Folge sind die Anleihenrenditen deutlich gesunken (da sie sich entgegengesetzt zu den Anleihenkursen bewegen), und mittlerweile preist der Markt für die nächsten 18 Monate mehrere Zinssenkungen in den USA ein. Ohne eine Rezession oder einen weiteren Rückgang der Inflation gibt es für die Renditen kaum weiteren Abwärtsspielraum. Auf Ebene der Sub-Anlageklassen bleiben wir in Staatsanleihen übergewichtet, da sie unseres Erachtens im Rezessionsfall die beste Absicherung darstellen. Ausserdem bevorzugen wir Staatsanleihen gegenüber Investment-Grade-Unternehmensanleihen, da letztere nur einen geringen Renditeaufschlag bieten. Wir bleiben bei unserem Untergewicht in Hochzinsanleihen, die anfällig gegenüber einer Wachstumsverlangsamung sind. Schwellenländeranleihen in Hartwährung sind weiterhin leicht übergewichtet, da sie von einem schwächeren US-Dollar profitieren könnten. |
| <b>3</b><br><b>Aktien</b>                 |                |        | ↘       |               |       | Das Vontobel Investment Committee entschied sich im September 2022 für eine taktische Übergewichtung* in Aktien und behielt diese Position in den letzten zwei Jahren fast ununterbrochen bei. In dieser Zeit legte der MSCI All Country World Index in US-Dollar insgesamt um mehr als 50% zu. Nach dieser starken Hausse und angesichts des unsicheren Konjunkturausblicks sowie der bevorstehenden US-Wahlen halten wir den Zeitpunkt für gekommen, um Gewinne mitzunehmen und die Aktienallokation von übergewichtet auf neutral zu reduzieren. Dies haben wir bei US-Aktien getan, da sie hoch bewertet sind und es für US-Unternehmen immer schwieriger wird, die Erwartungen an den Gewinn pro Aktie zu übertreffen. Die Erlöse fliessen Schweizer Aktien zu, die wir von untergewichtet auf neutral hochgestuft haben, da sie sich dank ihrer defensiven Eigenschaften in einem schwächeren Konjunkturmilieu besser behaupten dürften. Darüber hinaus schliessen wir unser taktisches Übergewicht in Aktien der Eurozone, wo die Gewinne unserer Meinung nach zuletzt enttäuscht haben.                                 |
| <b>4</b><br><b>Gold</b>                   |                |        |         | →             |       | Wir halten an unserer Übergewichtung in Gold fest. Gold hat in diesem Jahr selbst die optimistischsten Prognosen übertroffen und dabei aufgrund einer starken physischen Nachfrage sowie der Hoffnung auf signifikante Zinssenkungen in den USA die Marke von 2600 US-Dollar pro Unze durchbrochen. Auch wenn das weitere Aufwärtspotenzial nun begrenzt sein dürfte, halten wir angesichts unserer Erwartung weiterer geldpolitischer Lockerungen der Fed (die «zinslosen» Vermögenswerten wie Gold zugutekommen) und eines schwächeren US-Dollars (der das Edelmetall für Käufer aus dem Nicht-Dollar-Raum billiger macht) eine leichte Übergewichtung nach wie vor für gerechtfertigt.   |
| <b>5</b><br><b>Rohstoffe</b>              |                |        | →       |               |       | Für Rohstoffe bleiben wir neutral. Ein schwächeres Wirtschaftswachstum könnte die Anlageklasse zwar belasten, doch dürfte sie gegen Ende des Jahres von einem schwächeren US-Dollar, chinesischen Konjunkturmassnahmen und geopolitischen Entwicklungen gestützt werden.  |
| <b>6</b><br><b>Alternative Strategien</b> |                |        | →       |               |       | Wir bleiben in alternativen Fonds (mit einer Präferenz für versicherungsgebundene Wertschriften) und Immobilien neutral und in Liquidität negativ positioniert.   |

Veränderung zum Vormonat: unverändert → erhöht ↗ verringert ↘

# Von Eisbergsalaten und Schuldenbergen

Erinnern Sie sich noch an den Eisbergsalat? Der kleine Salatkopf war im Oktober 2022 in aller Munde, nachdem Finanzmedien ihm eine längere Haltbarkeit als der damaligen britischen Premierministerin Liz Truss<sup>9</sup> vorausgesagt hatten. Eine Boulevardzeitung rief am 14. Oktober sogar einen Wettbewerb aus und startete einen Livestream mit dem Salat und einem gerahmten Foto von Truss. Truss zog den Kürzeren: Sie musste am 20. Oktober (49 Tage nach Amtsantritt) ihren Rücktritt bekannt geben, noch bevor der Salat verweckt war<sup>10</sup>.



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



—  
**Stefan Eppenberger**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel

Wie kam es zu dieser Schmach? Nun, Truss hatte kurz zuvor versucht, im Rahmen ihres «Mini-Budgets»<sup>11</sup> massive Steuersenkungen bei gleichzeitig hoher Staatsverschuldung durchzupeitschen. Dies führte zu Panik an den Finanzmärkten, die nur durch Eingreifen der Bank of England und Truss' letztendlichen Rücktritt beruhigt werden konnte (Grafik 1).

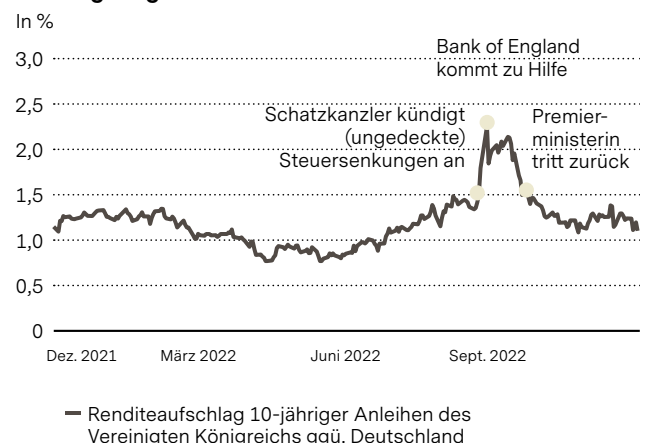
Auf den ersten Blick mag die Salat-Episode wie ein weiteres kurzweiliges Internetphänomen wirken. Wirft man jedoch einen Blick auf die Turbulenzen rund um die Neuwahlen in Frankreich und die populistischen Tendenzen nach «links» und «rechts» (Sommer 2024), wird deutlich, dass die hohe Staatsverschuldung und deren Tragbarkeit den Finanzmärkten zunehmend Sorgen bereitet. In naher Zukunft dürfte besonders die grösste Volkswirtschaft der Welt die Schlagzeilen dominieren: Aus Daten des US-Finanzministeriums geht hervor, dass die amerikanische Bruttostaatsverschuldung mittlerweile 35 001 278 179 208,67 US-Dollar erreicht hat<sup>12</sup>. Das entspricht 104 497 US-Dollar pro Person in den USA.

Glaubt man dem Ökonomen John Maynard Keynes (1883–1946), kann es durchaus Sinn machen, mehr auszugeben als man einnimmt<sup>13</sup>. Höhere Staatsausgaben führen gemäss Keynes zu einer Steigerung der Wirtschaftstätigkeit und damit zu mehr Einkommen und höheren

Ausgaben. Die Politik kann der Wirtschaft damit gerade in «schlechten» Zeiten unter die Arme greifen und die Wogen des Wirtschaftszyklus ein wenig glätten.

So viel zur Theorie. Die Praxis zeigt, dass die fiskalische Unterstützung auch in «guten» Zeiten nicht zurückgeschraubt wird (Grafik 2). Besonders deutlich wurde dies in den 1960er-Jahren, als Amerika eine «prozyklische»<sup>14</sup> Fiskalpolitik verfolgte. Der damalige Präsident John F. Kennedy hatte 1962 massive Steuersenkungen vorgeschlagen, die von Nachfolger Lyndon B. Johnson in Kraft gesetzt wurden. Mit dem «Great Society»-Programm verabschiedete Johnson zudem eine Reihe von innenpolitischen Programmen zur vollständigen Beseitigung von Armut und Rassenungerechtigkeit. Hinzu gesellten sich massive Ausgaben für den Vietnam-Krieg. Die Nachfrage zog an, die Wirtschaft florierte, die Arbeitslosigkeit war so niedrig wie noch nie<sup>15</sup>. In den Folgejahren wendete sich das Blatt: Die Wirtschaft überhitzte, die Preise gerieten ausser Kontrolle.

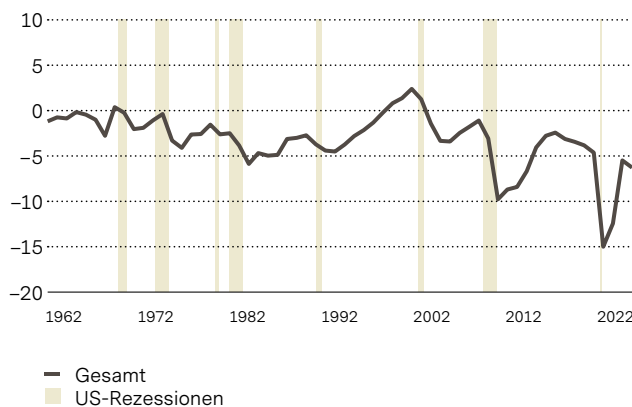
**Grafik 1: Finanzmärkte sind zunehmend besorgt über die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen**



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

**Grafik 2: Haushaltsdefizite wurden in schlechten Zeiten erhöht, in guten Zeiten jedoch nur sehr selten beseitigt**

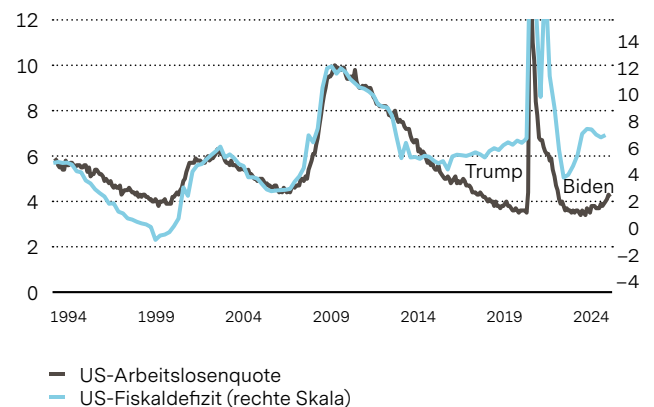
US-Fiskaldefizit in % des US-BIP



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

**Grafik 3: Populistische Finanzpolitik der letzten beiden US-Präsidenten führte zum Anstieg der Inflation**

In %



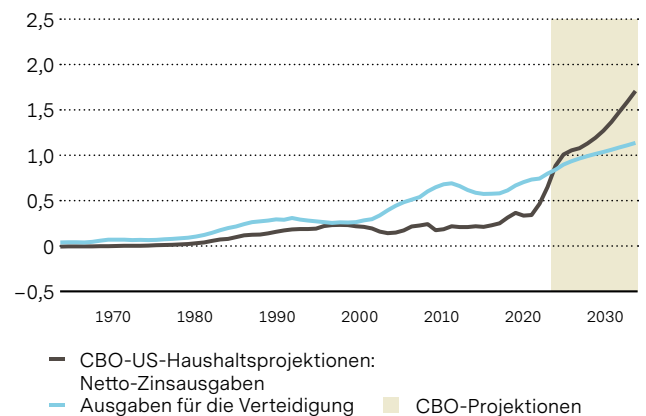
Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 16. September 2024.

Auch heute sind die US-Präsidenten pro-zyklisch unterwegs. Sowohl Trump als auch Biden verfolgten eine populistische Finanzpolitik, die – zusammen mit Angebotsschocks (z.B. die Covid-19-Pandemie) – zu einem Anstieg der Inflation führte (Grafik 3). Donald Trump hat im Falle eines erneuten Wahlsiegs grosszügige Steuer-senkungen in Aussicht gestellt. Mit Kamala Harris ist eine weitere (im Hinblick auf die von ihr zu erwartende Fiskalpolitik) relativ unbekannt Variable hinzugekommen. Harris hat sich in der Vergangenheit für tiefere Steuern für bestimmte Bevölkerungsgruppen und eine Reihe von Finanzspritzen für die Mittelschicht<sup>16</sup> ausgesprochen.

Die mangelnde Haushaltsdisziplin birgt mehrere Risiken. Erstens schwillt die Schuldenlast weiter an. Nach Prognosen des Congressional Budget Office (CBO) wird das US-Haushaltsdefizit in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in den nächsten 30 Jahren deutlich ansteigen und die Staatsverschuldung weit über das bisherige Niveau hinaustreiben<sup>17</sup> – und das in «Friedenszeiten» (d.h. ohne einen kostspieligen Krieg zu finanzieren). Zweitens wird es zunehmend kostspieliger, die Schulden zu bedienen. Die CBO-Projektionen für die jährlichen Nettozinskosten im Verhältnis zu den Ausgaben sind heute um ganze fünf Prozentpunkte höher als im Jahr 2019, also kurz vor der Covid-19-Pandemie. 2024 überstiegen die Zinsausgaben zum ersten Mal in der Geschichte der USA die Verteidigungsausgaben (Grafik 4)! Zu guter Letzt scheint auch die breite Masse der Amerikaner zunehmend skeptisch. Gemäss einer Umfrage von PEW Research schwindet die Unterstützung der US-Bevölkerung für hohe

**Grafik 4: Nettozinsausgaben übersteigen jetzt die Verteidigungskosten in den USA**

Billionen US-Dollar



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

Defizite angesichts steigender Kosten für den Schuldendienst und der hohen Inflation der letzten Jahre<sup>18</sup>.

Steuern die USA damit unausweichlich auf einen Zahlungsausfall zu? Unserer Ansicht nach wohl kaum. Schliesslich drückt das Land die Währung, auf die seine Schulden lauten. Oder, um es mit den Worten des selbsternannten «Schuldenkönigs»<sup>19</sup> Donald Trump zu sagen (2016): «People said I want to go and buy debt and default on debt, and I mean, these people are crazy. This is the United States government (...) first of all, you never have to default because you print the money, I hate to tell you, OK?»<sup>20</sup>

## 8 Markt-Highlights

Um das mit den jeweiligen Ländern einhergehende fiskalische Risiko analysieren und überwachen zu können, haben wir den von unseren Kollegen Steinemann, Metzler und Wiedenmann 2010 entwickelten «Vontobel Fiscal Risk Index» wieder zum Leben erweckt und erweitert. Der neue Fiscal Risk Index wertet insgesamt acht Indikatoren aus, die für ein umfassendes Bild des fiskalischen Risikos eines Landes relevant sind<sup>21</sup>.

### Der «Vontobel Fiscal Risk Index» – die Idee hinter den Sub-Indikatoren

1. **Verschuldungsgrad:** Je höher der aktuelle Bruttoschuldenstand im Verhältnis zum BIP, desto schlechter ist die Bewertung und umgekehrt.
2. **Fälligkeit der Verschuldung:** Je niedriger die durchschnittliche Laufzeit der Staatsverschuldung, desto schneller wirken sich höhere Zinssätze auf die Zinsausgaben aus und umgekehrt.
3. **Zinsausgaben (im Vergleich zu den Gesamtausgaben des Staates):** Anteil der Zinsausgaben des Staates an den Gesamtausgaben des Staates. Je mehr der Staat für Zinsausgaben aufwenden muss, desto weniger steht für andere Ausgaben zur Verfügung, die für Wirtschaftswachstum und soziale Stabilität sorgen.
4. **Zinsausgaben (im Vergleich zum BIP-Wachstum):** Verhältnis zwischen dem nominalen Zinssatz und dem nominalen BIP-Wachstum. Je höher der Zinssatz im Verhältnis zum erwarteten nominalen Wirtschaftswachstum, desto grösser ist das Risiko einer Schuldenexplosion.
5. **Primärsaldo (konjunkturbereinigt):** Je höher das prognostizierte Primärdefizit, desto geringer ist die Chance auf einen Schuldenabbau und umgekehrt.
6. **Leistungsbilanzsaldo:** Je höher das Defizit, desto höher sind die Kapitalzuflüsse aus dem Ausland und desto anfälliger ist das Land für Kapitalabzüge aus dem Ausland und umgekehrt.

### Grafik 5: Vontobel Fiscal Risk Index: Länderbewertung

Methode: Die Gesamtpunktzahl ist der Durchschnitt aus allen Sub-Indikatoren des fiskalischen Risikos

| RANG | LAND         | STAATS-<br>VERSCHUL-<br>DUNG | FÄLLIGKEIT<br>DER<br>VERSCHUL-<br>DUNG | ZINSAUSGA-<br>BEN (IM VGL,<br>ZU GESAMT-<br>AUSGABEN<br>DES STAATES) | ZINSAUSGA-<br>BEN (IM VGL,<br>ZUM BIP-<br>WACHSTUM) | PRIMÄR-<br>SALDO<br>(KONJUNK-<br>TURBEREI-<br>NIGT) | LEISTUNGS-<br>BILANZSAL-<br>DO | BEVÖLKE-<br>RUNGS-<br>WACHSTUM | PRODUKTI-<br>VITÄTS-<br>WACHSTUM | GESAMT-<br>PUNKTZAHL |
|------|--------------|------------------------------|--|--|---|---|--------------------------------|--------------------------------|----------------------------------|----------------------|
| 1    | Irland       | 5                            | 6                                      | 11   | 5   | 3   | 2                              | 3                              | 1                                | 4,5                  |
| 2    | Schweiz      | 3                            | 4                                      | 4  | 7   | 5   | 5                              | 6                              | 6                                | 5                    |
| 3    | Norwegen     | 4                            | 20                                     | 1  | 1   | 1   | 1                              | 9                              | 9                                | 5,8                  |
| 4    | Dänemark     | 1                            | 8                                      | 2  | 16  | 7   | 3                              | 13                             | 3                                | 6,6                  |
| 5    | Schweden     | 2                            | 21                                     | 6  | 8   | 6   | 7                              | 7                              | 5                                | 7,8                  |
| 6    | Australien   | 8                            | 17                                     | 14   | 3   | 9   | 13                             | 4                              | 13                               | 10,1                 |
| 7    | Niederlande  | 7                            | 7                                      | 7  | 18  | 13  | 4                              | 10                             | 16                               | 10,3                 |
| 9    | Österreich   | 10                           | 3                                      | 10   | 4   | 14  | 10                             | 15                             | 17                               | 10,4                 |
| 9    | Kanada       | 14                           | 18                                     | 8  | 2   | 10  | 14                             | 2                              | 15                               | 10,4                 |
| 10   | Deutschland  | 9                            | 15                                     | 9  | 11  | 8   | 6                              | 17                             | 12                               | 10,9                 |
| 11   | Portugal     | 12                           | 12                                     | 18   | 15  | 2   | 11                             | 19                             | 4                                | 11,6                 |
| 12   | Belgien      | 15                           | 5                                      | 12   | 9   | 19  | 15                             | 12                             | 8                                | 11,9                 |
| 13   | Neuseeland   | 6                            | 14                                     | 15   | 12  | 18  | 20                             | 1                              | 10                               | 12                   |
| 14   | Spanien      | 16                           | 11                                     | 16   | 14  | 12  | 9                              | 5                              | 19                               | 12,8                 |
| 15   | UK           | 13                           | 2                                      | 17   | 20  | 16  | 19                             | 11                             | 7                                | 13,1                 |
| 18   | Finnland     | 11                           | 13                                     | 5  | 10  | 15  | 17                             | 16                             | 20                               | 13,4                 |
| 18   | Griechenland | 20                           | 1                                      | 19   | 13  | 4   | 21                             | 18                             | 11                               | 13,4                 |
| 18   | Japan        | 21                           | 9                                      | 3  | 6   | 21  | 8                              | 21                             | 18                               | 13,4                 |
| 19   | USA          | 18                           | 19                                     | 21   | 17  | 20  | 18                             | 8                              | 2                                | 15,4                 |
| 20   | Frankreich   | 17                           | 10                                     | 13   | 19  | 17  | 16                             | 14                             | 21                               | 15,9                 |
| 21   | Italien      | 19                           | 16                                     | 20   | 21  | 11  | 12                             | 20                             | 14                               | 16,6                 |

Quelle: Vontobel,

7. **Bevölkerungswachstum:** Je geringer das erwartete Bevölkerungswachstum, desto schwieriger ist es, die Schulden abzubauen und umgekehrt.
8. **Produktivitätswachstum:** Je geringer das Produktivitätswachstum, desto schwieriger ist es, die Schulden abzubauen und umgekehrt.

**Zusammengefasst:** Während Länder wie Irland, die Schweiz oder Norwegen im Hinblick auf fiskalische Risiken sehr solide aufgestellt sind, bereiten insbesondere die USA (kämpft mit hohen Zinskosten, hat aber bessere Wachstumsaussichten als z.B. Frankreich oder Italien), Frankreich (durch die Bank hinweg schwach) oder Italien (durch die Bank hinweg schwach) Sorgen. Auch Japan und Griechenland sind eher am Tabellenende (Grafik 5) zu verorten.

### Warum ist fiskalische Nachhaltigkeit wichtig für Anleger?

Wie eingangs erwähnt sind Zahlungsausfälle eher unwahrscheinlich. Höhere fiskalische Risiken erfordern unserer Meinung nach aber früher oder später 1) politische Massnahmen oder 2) ein anderes makroökonomisches Umfeld.

1. Beispiele für **politische Massnahmen** sind Ausgabenkürzungen, Steuererhöhungen oder einmalige Privatisierungen, wie sie in Griechenland vorgenommen wurden.
2. Beispiele für ein **geändertes makroökonomisches Umfeld** sind die Notwendigkeit tieferer Zinsen (geringere Kosten für den Schuldendienst, dadurch geringere Haushaltsdefizite, Möglichkeit der Umstrukturierung von Schuldenlaufzeiten), ein Produktivitäts-Schub (z.B. durch Künstliche Intelligenz), ein Bevölkerungswachstums-Schub (Problem: Ob dies über noch höhere Immigration gelöst werden kann, ist fraglich, da irgendwann die Akzeptanz der Bevölkerung schwindet), oder die Schulden-Monetisierung (bei der Zentralbanken Staatsanleihen aufkaufen, wie im Falle Japans).



# Veränderte Normen, geteilte Meinungen



— Christopher Koslowski  
Senior Fixed Income & FX Strategist,  
Vontobel

**Die Aufmerksamkeit des Anleihenmarktes konzentriert sich derzeit auf das Ausmass der US-Zinssenkungen in diesem Zyklus und darauf, wo sich die Zinsen im nächsten Jahr stabilisieren könnten.**

Der Fed-Funds-Futures-Markt signalisiert, dass der aktuelle Zinssenkungszyklus bei etwa 3% seinen Tiefpunkt erreichen wird. Seit fast vier Jahrzehnten liegt der Tiefpunkt des Zinssatzes der US-Notenbank Fed in jedem Zyklus stets bei oder unter 3%. Es wird zwar mit einer weiteren Lockerung gerechnet, doch herrscht Einigkeit darüber, dass die extrem niedrigen Zinsen der letzten 30 Jahre untypisch waren und dass künftig eine restriktivere Geldpolitik die Norm sein wird (Grafik 1).

In Bezug auf das Zins-Vorgehen der Fed haben sich zwei Denkrichtungen herausgebildet. Ein Lager fordert dabei rasche Zinssenkungen und warnt vor einer drohenden Konjunkturabschwächung. Als Gründe werden die niedrigste private Sparquote in den USA seit 16 Jahren und der schwächelnde Arbeitsmarkt genannt. Globale Faktoren wie die wirtschaftlichen Probleme in China und Deutschland verleihen dem Aufruf zum Handeln zusätzliche Dringlichkeit.

Eine vorsichtiger Gruppe hingegen geht davon aus, dass sich das Einkommenswachstum in den USA aufgrund der Arbeitsproduktivität und eines möglicherweise unterschätzten Wachstums der Erwerbsbevölkerung stabilisieren könnte. Sie ist der Ansicht, dass eine Senkung des Leitzinses um insgesamt 250 Bp. unter Umständen zu stark ist. Hier seien potenzielle Fehlinformationen zur Sparquote und die positiven Effekte von KI auf die Produktivität zu berücksichtigen. Der neutrale Zinssatz könnte daher höher liegen als angenommen.

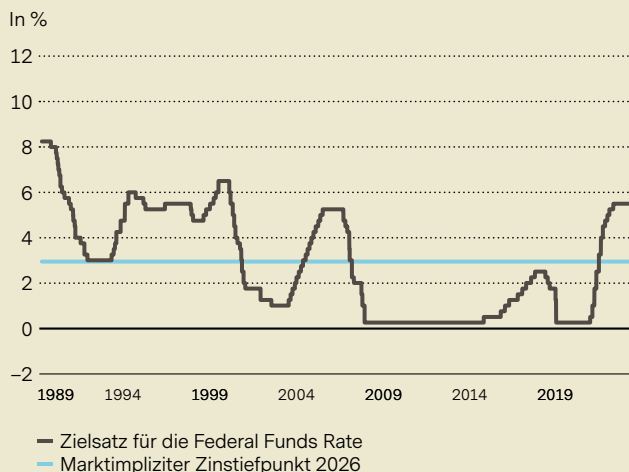
**Besiegeltes Schicksal: Der Niedergang von Tupperware angesichts wirtschaftlicher Belastungen**

Jüngstes Opfer der zurzeit restriktiven Geldpolitik ist das Traditionsunternehmen Tupperware Brands, das kürzlich Insolvenzz<sup>22</sup> anmelden musste. Dem vorausgegangen waren umfangreiche Verhandlungen mit den Gläubigern über die Verwaltung von über USD 700 Millionen Schulden. Obwohl einige Kreditverträge zu Beginn des Jahres gelockert wurden, verschlechterte sich die finanzielle Lage des Unternehmens weiter.

Diese prominente Pleite macht weitreichende wirtschaftliche Herausforderungen sichtbar: steigende Schulden, veränderte Präferenzen der Konsumenten und ein intensiver Wettbewerb<sup>23</sup>. Um zu überleben, sehen sich daher viele Unternehmen zu drastischen Massnahmen wie Ladenschliessungen und Personalabbau gezwungen.

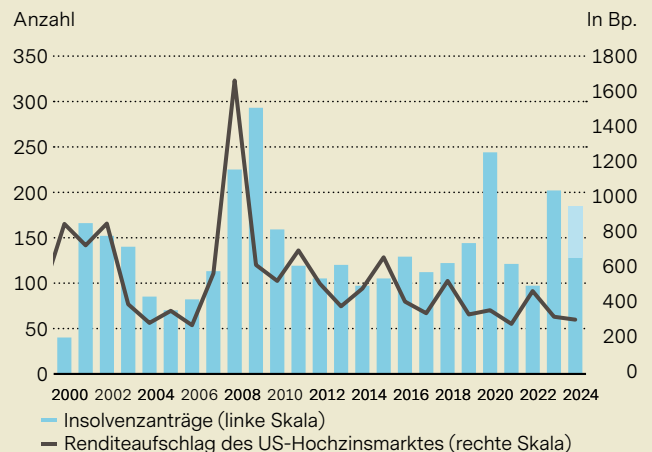
Unser Ausblick für Investment-Grade- und Hochzins-Unternehmensanleihen bleibt unverändert. Unserer Meinung nach lässt es sich derzeit schwer rechtfertigen, mehr Risiko einzugehen. Deshalb ziehen wir es vor, weiterhin untergewichtet zu bleiben.

**Grafik 1: Märkte erwarten den flachsten Zinssenkungspfad seit 30 Jahren**



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

**Grafik 2: Insolvenzanträge von Unternehmen mit mehr als USD 50 Millionen Schulden**



Hinweis: Der hellblau schattierte Bereich gibt die Gesamtzahl der Insolvenzanträge für dieses Jahr an, sollte sich der aktuelle Trend fortsetzen.

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

# Szenenwechsel bei Aktien



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

**Die US-Notenbank Fed hat noch vor Beginn der Berichtssaison für das dritte Quartal nun endlich ihre erste Zinssenkung vorgenommen, während China ein bedeutendes Konjunkturpaket vorgestellt hat. Was könnte dies für die Aktienmärkte bedeuten?**

Kennzeichnend für das Jahr 2024 ist, dass die Gesamtrenditen des MSCI All Country World Index denen von 2023 sehr ähnlich sind (Grafik 1) und der S&P 500 Index ein weiteres Rekordjahr erlebt. Wie im vergangenen Jahr kam es in den Sommermonaten zu einer Konsolidierung, auf die 2023 eine starke Erholung im vierten Quartal folgte. Könnte sich die Geschichte wiederholen? Ein wesentlicher Unterschied in diesem Jahr ist die intensive Sektor- und Stilrotation, die seit Mitte Juli 2024 anhält und defensive Sektoren wie das Gesundheitswesen, Basis Konsumgüter und Versorgungsbetriebe begünstigt. Davon entfielen fast 80% der globalen Performance auf nur zwei Sektoren – Technologie und Kommunikationsdienste –, die vom KI-Boom beflügelt wurden.

Ein Grund sind die nachlassenden Gewinn- und Umsatzüberraschungen im zweiten Quartal, insbesondere in den

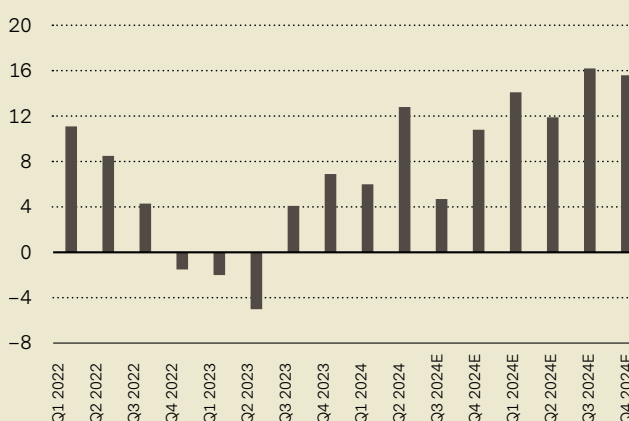
USA – ein Trend, der sich angesichts einer schwächeren Konjunkturdynamik und anspruchsvollerer Vergleichszahlen fortsetzen dürfte. Dies steht im Gegensatz zu den aktuellen Konsensprognosen für das Gewinnwachstum im Jahr 2025, die im Vergleich zu 2024 nur eine leichte Verlangsamung erwarten (Grafik 2). Ein weiterer Faktor ist die lang erwartete Zinssenkung der Fed. Der Ausblick sechs bis zwölf Monate nach der ersten Zinssenkung variiert erheblich, je nachdem, ob eine Rezession folgt. Die meisten Marktteilnehmer rechnen derzeit mit einer weichen Landung, was unserer Meinung nach aber zu optimistisch sein könnte. Vorsicht bleibt daher das Gebot der Stunde.

Die chinesischen Konjunkturmassnahmen haben die gedrückte Stimmung vieler internationaler Anleger aufgehellt, die Ende August eine historisch niedrige Exposition gegenüber chinesischen Aktien hatten. Diese fiel von einem Höchststand vor Covid von 15% auf rund 5%. Dieses Umfeld löste einen erheblichen «Short Squeeze»<sup>24</sup> und eine Neukalibrierung der globalen Portfolios aus, was zu einer der stärksten Haussen an den chinesischen Aktienmärkten der letzten 15 Jahre führte.

Obwohl es noch zu früh ist, um festzustellen, ob das Konjunkturpaket ein Wendepunkt für den chinesischen Markt sein wird, sind die Massnahmen sicherlich positiv und scheinen darauf ausgerichtet zu sein, das Vertrauen der Anleger wiederherzustellen. Es wird jedoch wahrscheinlich einige Zeit dauern, bis sie spürbare Auswirkungen auf die Realwirtschaft haben, und es bleibt ungewiss, ob sie China wieder zu einem zweistelligen BIP-Wachstum zurückführen können, wie es in der Vergangenheit der Fall war.

**Grafik 1: Ein Blick auf das EPS-Wachstum der S&P 500 Index-Unternehmen (per Quartal)**

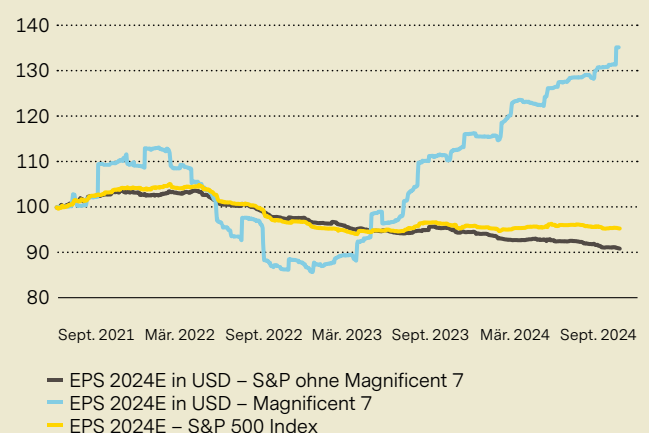
EPS-Wachstum, in %



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 17. September 2024.

**Grafik 2: Gewinnprognosen 2024 für Unternehmen des S&P 500 Index (indexiert)**

In USD



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 20. September 2024.

# Schwarzes Gold kämpft, gelbes Gold glänzt



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

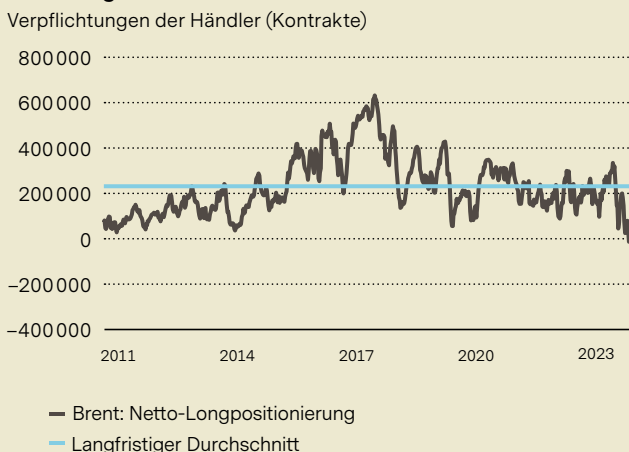
**In den vergangenen Monaten kam der grösste Gegenwind für den Ölpreis eher von der Angebots- als von der Nachfrageseite. Während die Nachfrage lange Zeit recht solide war (für die US-Wirtschaft lief es wie am Schnürchen, auch von saisonaler Seite gab es Unterstützung), förderten die Produzenten mehr Öl als gedacht und begrenzten damit das Aufwärtspotenzial des «schwarzen Goldes». Mittlerweile scheinen sich die Dinge geändert zu haben: Die Nachfrage schwächelt.**

Die wichtigen Öl-Prognostiker haben ihre Erwartung für die globale Ölnachfrage nach unten revidiert. Die Internationale Energieagentur (IEA) hat ihre Prognose für 2024 von zuvor geschätzten 970 000 Barrel pro Tag (bpd<sup>25</sup>) auf 910 000 bpd gesenkt. Selbst die notorisch zuversichtliche Organisation der erdölexportierenden Länder (OPEC) hat zum zweiten Mal die Prognosen gesenkt und geht für 2024 nur noch von 2,03 Millionen bpd aus (zuvor: 2,11 Millionen bpd<sup>26</sup>). Beide Male wurde die schwächelnde chinesische Wirtschaft als Grund aufgeführt (China ist der weltweit grösste Ölimporteur). Die sich eintrübende Nachfrage wurde von den «Spekulatoren» nicht goutiert: Gemäss Daten des Intercontinental Exchange übertrafen die Short-Positionen auf Rohöl der

Sorte Brent im September zum ersten Mal die Long-Positionen (Grafik 1). Angesichts der schwachen Nachfrageaussichten verschob die OPEC eine ursprünglich für Oktober geplante Produktionssteigerung.<sup>27</sup> Die schwache Nachfrage dürfte der OPEC Kopfzerbrechen bereiten, da sie zwar die Angebotsseite durch Förderkürzungen beeinflussen, aber auf der Nachfrageseite wenig ausrichten kann.<sup>28</sup> Ob das von China Ende September angekündigte Konjunkturpaket dem schwarzen Gold helfen wird, bleibt abzuwarten. Während Industriemetalle zulegten, fiel der Ölpreis. Spekulationen, dass das OPEC-Kartell im Dezember<sup>29</sup> wieder mehr Öl auf den Markt bringen könnte, beschäftigten die Märkte mehr als die chinesischen Konjunkturmassnahmen. Der Oktober zeigte aber auch eindrucksvoll, dass die Stimmung schnell umschlagen kann: Nach dem Angriff des Iran auf Israel am Anfang des Monats stieg der Ölpreis innerhalb eines Tages um mehr als einen Dollar.

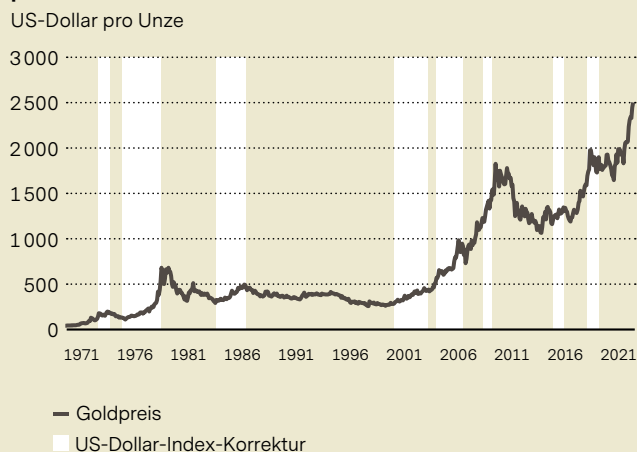
Gold hat 2024 selbst die optimistischsten Prognosen übertroffen. Solide Zentralbank-Nachfrage und Hoffnungen auf «grosse» Fed-Zinssenkungen haben Gold weit über die Marke von 2600 US-Dollar pro Unze getrieben (+27% seit Jahresbeginn) (Grafik 2). Nach einer solch starken Performance stellt sich die Frage, ob es noch Luft nach oben hat. Hierfür müsste unserer Meinung nach eines oder mehrere der folgenden Kriterien erfüllt sein: 1) Zinssenkungszyklus der Fed (niedrigere Zinsen sind auf dem Weg, aber vieles ist bereits eingepreist), 2) anhaltend starke Zentralbank-Nachfrage (v.a. die Schwellenländer scheinen angesichts der hohen Preise eine Verschnaufpause eingelegt zu haben), oder 3) Anziehen der ETF-Nachfrage (noch nicht wirklich ersichtlich).

**Grafik 1: Noch nie war die spekulative Öl-Positionierung so niedrig**



Quelle: Intercontinental Exchange, Vontobel; Daten per 10. September 2024.

**Grafik 2: Ein schwächerer Dollar ist in der Regel positiv für Gold**



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 20. September 2024.

# Bühne frei für den Franken, Abgang des US-Dollars



— Christopher Koslowski  
Senior Fixed Income & FX Strategist,  
Vontobel

**Angesichts der Geldpolitik der US-Notenbank Fed und einer abflauenden US-Konjunktur hat sich die pessimistische Stimmung gegenüber dem US-Dollar verstärkt. Die Währung ist nach den Höchstständen im April und Juni deutlich gesunken, da die Zinsen immer weniger Unterstützung bieten. Indessen befindet sich der Franken aufgrund der globalen Marktvolatilität und seines Status als sicherer Hafen auf einem Höhenflug, was zu Forderungen nach Devisenmarktinterventionen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) führte, um den Druck auf die Wechselkurse zu mindern<sup>30</sup>.**

Die negative Stimmung gegenüber dem US-Dollar verstärkte sich in diesem Sommer, da sich der Fokus auf die schwächelnde US-Wirtschaft verlagerte. Ungeachtet dieser Einschätzung zeigt die jüngste Marktdynamik, dass der US-Dollar in Zeiten erhöhter Risikoaversion weiterhin eine bevorzugte Währung bleibt.

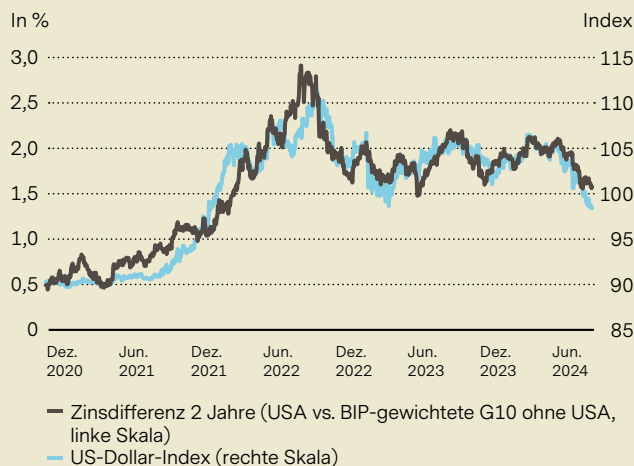
Nachdem der US-Dollar im April und Juni einen Höchststand von knapp über 106 erreicht hatte, gab er im August deutlich von 104 auf unter 101 nach (Grafik 1). Hauptgrund für diese Abwärtsbewegung ist die schwindende

Zins-Unterstützung für den US-Dollar – ein wichtiger Faktor, der auf mögliche weitere Rückschläge hindeutet. Mit dem Rückgang der Zins-Unterstützung könnte der US-Dollar unter die 100er-Marke fallen, wenn die aktuellen Trends anhalten. Dies unterstreicht die zunehmend negative Haltung der Anleger, die ihre Erwartungen angesichts der sich verschlechternden Wirtschaftsbedingungen und der fortgesetzten Anpassungen der Fed-Politik neu kalibrieren.

## Rufe nach Massnahmen der SNB angesichts von Exportorgen

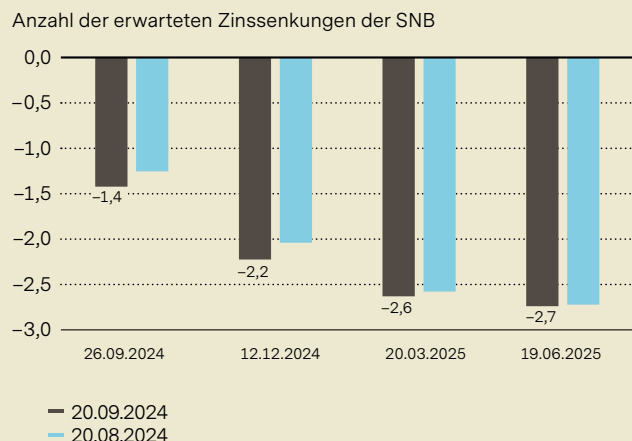
In den letzten Wochen zeigte der Franken eine bemerkenswerte Stärke und entwickelte sich dabei besser als andere Währungen, da angesichts der Volatilität an den Märkten die Nachfrage nach als sicher geltenden Anlagen wächst. Dieser Höhenflug hat den Franken in die Nähe seines 10-Jahres-Hochs gegenüber dem Euro katapultiert. Die signifikante Franken-Aufwertung ist in der Schweizer Industrie nicht unbemerkt geblieben. Aus Besorgnis über die möglichen negativen Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit im Export und die allgemeine wirtschaftliche Lage haben führende Industrievertreter von der SNB nun vehement gefordert, entschieden einzugreifen, um den Aufwärtsdruck auf den Wechselkurs zu dämpfen. Die Wirtschaftsdaten in der Schweiz sprechen für eine weitere Senkung des Leitzinses (derzeit bei 1,25%) Ende September, wobei die SNB angesichts der unerwartet niedrigen Inflation im August (+1,1% gegenüber dem Vorjahr) ohnehin guten Grund hat, ihre Geldpolitik weiter zu lockern. Aktuell sind bis Jahresende weitere 0,55% an Zinslockerung (bzw. 2,2 Senkungen) bereits vollständig an den Märkten eingepreist (Grafik 2).

**Grafik 1: US-Dollar fällt, da die Zins-Unterstützung schwindet**



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

**Grafik 2: Märkte rechnen mit weiteren Zinssenkungen der SNB vor Jahresende**



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

# 14 Prognosen

## Konjunktur und Finanzmärkte 2022 – 2025

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

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

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

| <b>NOTENBANKZINSEN (IN %)</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>AKTUELL</b> | <b>KONSENS 3 MONATE</b> | <b>KONSENS 12 MONATE</b> |
|-------------------------------|-------------|-------------|----------------|-------------------------|--------------------------|
| EUR                           | 2,50        | 4,50        | 3,65           | 3,10                    | 2,50                     |
| USD                           | 4,50        | 5,50        | 5,00           | 4,65                    | 3,70                     |
| JPY                           | -0,10       | -0,10       | 0,23           | 0,40                    | 0,65                     |
| GBP                           | 3,50        | 5,25        | 5,00           | 4,70                    | 3,80                     |
| CHF                           | 1,00        | 1,75        | 1,25           | 0,92                    | 0,84                     |
| AUD                           | 3,10        | 4,35        | 4,35           | 4,30                    | 3,70                     |

| <b>RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>AKTUELL</b> | <b>KONSENS 3 MONATE</b> | <b>KONSENS 12 MONATE</b> |
|---|-------------|-------------|----------------|-------------------------|--------------------------|
| EUR (Deutschland)                                 | 2,6         | 2,0         | 2,17           | 2,21                    | 2,21                     |
| USD   | 3,9         | 3,9         | 3,74           | 3,87                    | 3,73                     |
| JPY   | 0,4         | 0,6         | 0,85           | 1,06                    | 1,30                     |
| GBP   | 3,7         | 3,5         | 3,88           | 3,81                    | 3,67                     |
| CHF   | 1,6         | 0,7         | 0,51           | 0,60                    | 0,75                     |
| AUD   | 4,1         | 4,0         | 3,96           | 4,09                    | 3,91                     |

| <b>WECHSELKURSE</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>AKTUELL</b> | <b>KONSENS 3 MONATE</b> | <b>KONSENS 12 MONATE</b> |
|---------------------|-------------|-------------|----------------|-------------------------|--------------------------|
| CHF je EUR          | 0,99        | 0,93        | 0,95           | 0,95                    | 0,97                     |
| CHF je USD          | 0,94        | 0,84        | 0,85           | 0,87                    | 0,88                     |
| CHF je 100 JPY      | 0,72        | 0,60        | 0,59           | 0,60                    | 0,64                     |
| CHF je GBP          | 1,12        | 1,07        | 1,13           | 1,13                    | 1,17                     |
| USD je EUR          | 1,06        | 1,10        | 1,11           | 1,11                    | 1,13                     |
| JPY je USD          | 130,00      | 141,00      | 144,00         | 144,00                  | 138,00                   |
| USD je AUD          | 0,67        | 0,68        | 0,68           | 0,68                    | 0,71                     |
| GBP je EUR          | 0,88        | 0,87        | 0,84           | 0,85                    | 0,84                     |
| CNY je USD          | 6,91        | 7,10        | 7,06           | 7,12                    | 7,05                     |

| <b>ROHSTOFFE</b>           | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>AKTUELL</b> | <b>KONSENS 3 MONATE</b> | <b>KONSENS 12 MONATE</b> |
|----------------------------|-------------|-------------|----------------|-------------------------|--------------------------|
| Brent-Rohöl, USD je Barrel | 86          | 77          | 74             | 81                      | 80                       |
| Gold, USD je Feinunze      | 1824        | 2063        | 2615           | 2500                    | 2525                     |
| Kupfer, USD je Tonne       | 8372        | 8559        | 9477           | 9500                    | 9933                     |

<sup>1</sup> Neuste verfügbare Quartalsdaten

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

Quelle: Vontobel, jeweilige Statistikämter und Zentralbanken, Stand: 23. September 2024

# Offenlegungen und Disclaimer

## 1. Analystenbestätigung

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

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

## Bewertungsgrundlagen und -methoden

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

## 2. Disclaimer und Quellenangabe

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

# 16 Rechtliche Hinweise

### 3. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

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

#### Informationen für Kunden aus Deutschland

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

#### Additional information for US institutional clients

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

#### Additional information for UK clients

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

#### Information for Italian 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

- <sup>1</sup> Quelle: Artikel von CNN, veröffentlicht am 18. September 2024. <https://edition.cnn.com/2024/09/18/economy/interest-rate-cut-decision/index.html#:~:text=%E2%80%9CThe%20labor%20market%20is%20in,is%20at%20a%20strong%20pace>.
- <sup>2</sup> Quelle: Artikel von The Guardian, veröffentlicht am 24. September 2024. <https://www.theguardian.com/world/2024/sep/24/china-economy-stimulus-package-measures-yuan-pbc>
- <sup>3</sup> Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 9. September 2024. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-09-09/china-s-deflationary-spiral-is-now-entering-dangerous-new-stage>
- <sup>4</sup> Der «Dot Plot» ist eine Matrix, welche die individuellen Zinsprognosen der Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses der Fed (FOMC) darstellt.
- <sup>5</sup> Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 3. September 2024. <https://www.reuters.com/markets/us/us-manufacturing-edges-up-august-8-month-low-trend-remains-weak-2024-09-03/>
- <sup>6</sup> Quelle: Artikel der Washington Post, veröffentlicht am 6. September 2024. <https://www.washingtonpost.com/business/2024/09/06/august-jobs-unemployment-labor-market/>
- <sup>7</sup> Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 10. September 2024. <https://www.reuters.com/markets/us/us-small-business-sentiment-ebbs-august-amid-rising-uncertainty-2024-09-10/>
- <sup>8</sup> Übergewichtung bedeutet, dass das Vontobel Investment Committee eine Anlageklasse oder Unteranlageklasse stärker bevorzugt.
- <sup>9</sup> Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 14. Oktober 2022. <https://www.reuters.com/world/uk/can-liz-truss-outlast-lettuce-uk-tabloid-asks-twitter-post-2022-10-14/>
- <sup>10</sup> Quelle: Artikel von Financial Times, veröffentlicht am 21. Oktober 2022. <https://www.ft.com/content/dc018d6d-6fa9-4af6-9737-94cbc4161f2b>
- <sup>11</sup> Quelle: Artikel von BBC, veröffentlicht am 25. September 2023. <https://www.bbc.com/news/business-66897881>
- <sup>12</sup> Quelle: Peter G. Peterson Foundation. [https://www.pgpf.org/national-debt-clock#:~:text=The%20%2435%20trillion%20\(and%20growing,funds%20and%20other%20government%20accounts](https://www.pgpf.org/national-debt-clock#:~:text=The%20%2435%20trillion%20(and%20growing,funds%20and%20other%20government%20accounts).
- <sup>13</sup> Quelle: Artikel von World Economic Forum, veröffentlicht am 5. Juni 2019. <https://www.weforum.org/agenda/2019/06/keynes-john-maynard-economics-government-spending/>
- <sup>14</sup> Diese Art der Politik zeigt sich darin, dass die Regierung mehr ausgibt oder die Steuern senkt, wenn die Wirtschaft gut läuft, und weniger ausgibt oder die Steuern erhöht, wenn die Wirtschaft schrumpft.
- <sup>15</sup> Quelle: Artikel von Wall Street Journal, publiziert am 5. Oktober 2018. [https://www.wsj.com/graphics/jobs-war/?mod=article\\_relatedinline](https://www.wsj.com/graphics/jobs-war/?mod=article_relatedinline)
- <sup>16</sup> Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 22. August 2024. <https://www.bloomberg.com/news/videos/2024-08-22/tim-walz-calls-kamala-harris-a-fighter-for-the-middle-class>
- <sup>17</sup> Quelle: Congressional Budget Office, «The Long-Term Budget Outlook: 2024-2054». <https://www.cbo.gov/publication/59711#:~:text=Since%20June%202023-,The%20Federal%20Budget,exclude%20net%20outlays%20for%20interest>.
- <sup>18</sup> Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 3. April 2024. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-04-03/why-us-federal-budget-deficit-is-a-worry-again-and-will-remain-so>
- <sup>19</sup> Quelle: Artikel von CNN, veröffentlicht am 5. Mai 2016. <https://money.cnn.com/2016/05/05/investing/trump-king-of-debt-fire-janet-yellen/index.html>
- <sup>20</sup> Quelle: Artikel von CNN, veröffentlicht am 9. Mai 2016. <https://edition.cnn.com/2016/05/09/politics/donald-trump-national-debt-strategy/index.html>; Übersetzung: «Die Leute sagen, dass ich losziehen und Schulden machen und die dann nicht bezahlen will. Ich meine, diese Leute sind echt verrückt. Das hier ist die Regierung der USA (...) erstens kannst du immer deine Schulden bezahlen, weil du das Geld druckst. Es tut mir leid, das sagen zu müssen, ok?»
- <sup>21</sup> Der Vontobel Fiscal Risk Index ist eine Weiterentwicklung eines bestehenden internen Fiscal Risk Index aus dem Jahr 2010 (basierend auf Steinemann, Metzler, Wiedenmann).
- <sup>22</sup> Quelle: Artikel von BBC, veröffentlicht am 18. September 18 2024. <https://www.bbc.com/news/articles/c4gdprv2ddxo>
- <sup>23</sup> Quelle: Artikel von ABC 7 News, veröffentlicht am 18. September 2024. <https://abc7news.com/post/tupperware-files-bankruptcy-citing-challenging-economic-environment/15318835/>
- <sup>24</sup> Ein «Short Squeeze» tritt auf, wenn der Preis einer Aktie, gegen die viele Investoren gewettet haben, unerwartet steigt, wodurch Leerverkäufer gezwungen werden, Aktien zurückzukaufen, um ihre Verluste zu begrenzen. Dies treibt den Aktienkurs weiter in die Höhe und erzeugt einen Kreislauf, in dem immer mehr Leerverkäufer zum Kauf gedrängt werden, was den Preis noch weiter steigen lässt.
- <sup>25</sup> Quelle: Artikel von Energy News, veröffentlicht am 13. September 2024. [https://energynews.pro/en/iea-lowers-oil-demand-growth-forecast-for-2024/#:~:text=The%20International%20Energy%20Agency%20\(IEA\)%20has%20revised%20its%20forecast%20for,rapid%20transition%20to%20alternative%20fuels](https://energynews.pro/en/iea-lowers-oil-demand-growth-forecast-for-2024/#:~:text=The%20International%20Energy%20Agency%20(IEA)%20has%20revised%20its%20forecast%20for,rapid%20transition%20to%20alternative%20fuels).
- <sup>26</sup> Quelle: Artikel von The Wall Street Journal, veröffentlicht am 10. September 10 2024. <https://www.wsj.com/business/energy-oil/opec-trims-oil-demand-outlook-further-amid-price-slump-d5b2658c>
- <sup>27</sup> Quelle: Artikel von CNBC, veröffentlicht am 5. September 2024. <https://www.cnbc.com/2024/09/05/opec-members-delay-plans-to-hike-production-by-two-months-after-oil-price-slump.html#:~:text=Energy-,OPEC%2B%20members%20delay%20plans%20to%20hike%20production,months%20after%20oil%20price%20slump&text=Members%20of%20the%20OPEC%2B%20oil,to%20the%20sensitivity%20of%20>
- <sup>28</sup> Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 2. September 2024. <https://www.reuters.com/business/energy/opec-has-oil-price-demand-problems-it-should-solve-demand-russell-2024-09-02/>
- <sup>29</sup> Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 26. September 2024. <https://www.reuters.com/business/energy/opec-set-go-ahead-with-dec-oil-output-hike-sources-say-2024-09-26/#:~:text=OPEC%2B%2C%20which%20groups%20OPEC%20members,earlier%20pumping%20above%20agreed%20levels>.
- <sup>30</sup> Quelle: Artikel von Swissinfo (unter Berufung auf Bloomberg), publiziert am 11. September 2024. <https://www.swissinfo.ch/eng/francs-bumper-rally-spurs-calls-for-big-swiss-rate-cut/87527886>

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

