

100
years

Empowering
Investors

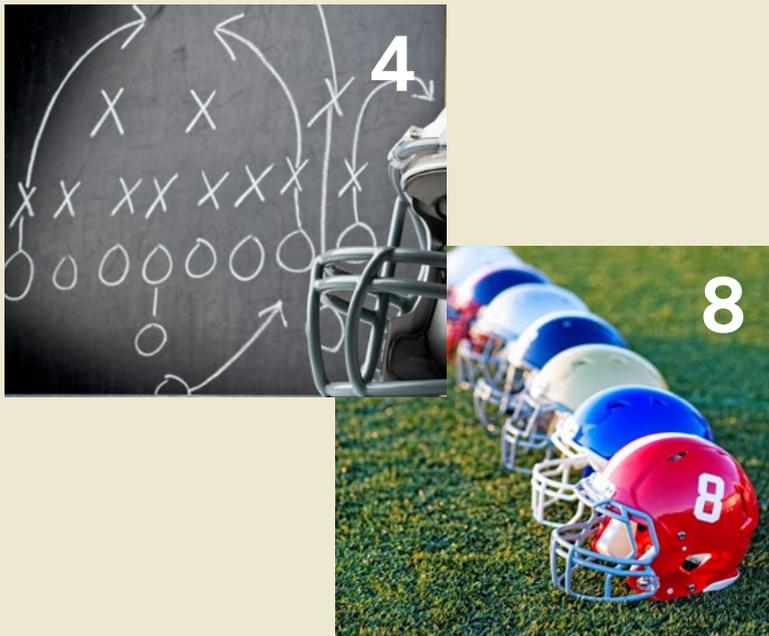
Vontobel

Investors' Outlook

Augen auf die Endzone gerichtet

März 2024

2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Was auf dem Spielfeld ablief

6 Markt-Highlights

Wehrt China den Fehlgriff ab, den Japan einst tat?

8 Viewpoint

Ansichtssache, was Anlegen in Qualität auf Dauer bringt

12 Anlageklassen im Fokus

16 Prognosen

Impressum

Herausgeber

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Redaktion

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

Autoren*

Matthew Benkendorf,
Chief Investment Officer
Quality Growth Boutique,
Vontobel

Stefan Eppenberger,
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

Andrea Gentilini,
Head of Quantitative Investments,
Vontobel

Frank Häusler,
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Michaela Huber,
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income and FX Strategist,
Vontobel

Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Jean-Louis Nakamura,
Head of Vontobel Conviction
Equities Boutique,
Vontobel

Dan Scott,
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Erscheinungsweise

Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe April 2024)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

16. Februar 2024

Bemerkungen

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

Augen auf die Endzone gerichtet



—
Dan Scott
 Head of Vontobel Multi Asset,
 Vontobel

Geschätzte Leserschaft

Zum Jahresauftakt fiel die US-Inflation höher als erwartet aus – eine kalte Dusche für die Anleger, welche die Zinswende der US-Notenbank Fed und anderer Zentralbanken herbeisehnten. Fed-Chef Jerome Powell machte bereits deutlich, dass er es nicht eilig hat mit Zinssenkungen, nur um durch einen möglichen Fehlgriff ein Aufflammen der Inflation zu riskieren.

Der Markt war wohl zu optimistisch, als er Zinssenkungen bereits für März vorwegnahm. Dies führte zu Enttäuschung, die in der jüngsten Marktvolatilität zum Ausdruck kam. Der Inflationstrend zeigt aber weiterhin nach unten, und die grösste Volkswirtschaft der Welt schlägt sich allen Widrigkeiten zum Trotz nach wie vor gut. Wir behalten die US-Wirtschaftszahlen fest im Blick – vor allem weil die Gesamtdaten die Signale einer möglichen Abschwächung überdecken – und finden es wichtig, das Nebengeräuschen auszublenden.

Das Rätselraten über den Zeitpunkt der ersten Zinssenkungen und die Anzahl der darauffolgenden ist derzeit wohl eines der Hauptthemen für Anleger. Wir halten es für das Beste, in den voraussichtlich von Volatilität geprägten nächsten Monaten den Ball voranzubringen, indem wir uns auf die Asset Allocation konzentrieren und flexibel bleiben. Schliesslich lautet die Frage nicht mehr ob, sondern wann die Zinswende kommt, und jetzt ist sie in Sichtweite. Um profitieren zu können, wenn sie dann da ist, sollten Anleger ihr Portfolio jetzt für das neue Umfeld vorbereiten – kurzfristige Volatilität hin oder her.

→ **Webcast**

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

Ein Umfeld mit relativ robustem Wachstum und abflauernder Inflation dürfte risikoreicheren Anlagen zugutekommen. In der letzten Sitzung unseres Investment Committee beschlossen wir, europäische Aktien nun stärker zu gewichten, da sich diese notorisch verschmähten Titel aus unserer Sicht im Jahresverlauf erholen könnten. Damit ändert sich unsere bisher insgesamt neutrale Aktien-Position in ein leichtes Übergewicht. Im Gegenzug entschieden wir, unsere bisher insgesamt neutrale Rohstoff-Position in ein Untergewicht zu ändern, da unser globaler Wachstumsausblick durchgezogen ist und wir von einem weiteren Inflationsrückgang ausgehen.

Die Euphorie an den Anleihenmärkten finden wir übertrieben und die Renditeaufschläge von Hochzins- sowie Investment-Grade-Unternehmensanleihen unattraktiv. Daher halten wir es für angebracht, defensiv zu bleiben. Aktien finden wir nicht überteuert und ihr Risiko dürfte sich in Grenzen halten. Ihre Kurse könnten weiter steigen, sind derzeit doch mehr als 6 Billionen US-Dollar an Liquidität in Geldmarkt-Fonds parkiert.

Im vorliegenden Investors' Outlook gehen wir der Frage nach, ob China das gleiche Schicksal ereilen könnte wie Japan in den 1990er Jahren. Des Weiteren beleuchten die Boutique Heads von Vontobel, was Anlegen in Qualität für sie heisst. Zudem erfahren Sie, was die unterschiedlichen Zinssenkungserwartungen angesichts divergierender Wirtschaftssignale für wichtige Währungen bedeuten.

Das Ausbleiben einer US-Rezession heisst nicht zwingend, dass die Fed von Zinssenkungen absehen wird. Das Nachlassen der Inflation könnte bald Grund genug für solche sein. Bis dahin mag es länger dauern, als viele Anleger dachten. Unsere Augen sind jetzt jedenfalls auf die Endzone gerichtet.



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Was auf dem Spielfeld ablief

Der Februar bot Anlegern eine Fülle überraschender Wirtschaftsdaten, die sie eingehend prüften und daraus die künftigen Zentralbank-Massnahmen abzuleiten versuchten.

Im Rampenlicht standen die US-Notenbank Fed und die US-Wirtschaft, deren Daten wiederholt einen robusten Arbeitsmarkt sowie Konsum bestätigten. Hinzu kommt, dass das verarbeitende Gewerbe und der Dienstleistungssektor – letzterer macht rund zwei Drittel des US-BIP aus – wieder Fahrt aufnehmen. Daher verwundert nicht, dass die Zuversicht für eine weiche Landung der Wirtschaft, also eine zyklische Abschwächung ohne Rezession, wächst. Eine Rezession wird immer unwahrscheinlicher, falls sich der Arbeitsmarkt und der Konsum in den kommenden Monaten nicht abschwächen. Die Fed jedenfalls hält an dem auf ihren Prognosen vom Dezember 2023 beruhenden Plan fest, ihren Leitzins im laufenden Jahr um 75 Basispunkte zu senken.

Anderen Ländern geht es weniger gut. Das auf den vierten Rang unter den weltweit grössten Volkswirtschaften verdrängte Japan und Grossbritannien sind in die Rezession

abgerutscht. Die Eurozone ist knapp an ihr vorbeigeschrammt. Kürzlich gab die Europäische Kommission bekannt, sie erwarte nun für 2024 weniger Wachstum als in ihrer letzten Prognose und die Zahl der Konkursmeldungen sei im vierten Quartal 2023 gestiegen. Angesichts dessen und der abflauenden Inflation dürfte die Europäische Zentralbank ihren Leitzins in den kommenden Monaten senken. Die Schweizerische Nationalbank könnte den anderen Zentralbanken zuvorkommen, nachdem die Inflation in der Schweiz im Januar überraschend nachliess, obwohl seit Jahresbeginn Strom mehr kostet und der Mehrwertsteuer-Satz höher ist.

In China halten sich die geldpolitischen Entscheidungsträger allem Anschein nach mit umfangreichen Konjunkturpaketen zurück. Stattdessen greifen sie der Wirtschaft mittels einzelner, bescheidener Massnahmen unter die Arme. Mit weiteren nennenswerten Initiativen dort rechnen wir vorderhand nicht.

Auf Seite 5 erfahren Sie, wie wir diese Entwicklungen in unsere Asset Allocation einfließen liessen.

	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität		→				Mit einem Anlagehorizont von neun bis zwölf Monaten erwarten wir für die Anlageklassen höhere Renditen als für Liquidität. Daher lassen wir Letztere untergewichtet.
2 Anleihen			→			Für Anleihen bleiben wir insgesamt neutral und in den Sub-Anlageklassen defensiv. Dabei bevorzugen wir Staats- und Schwellenländeranleihen, die wir übergewichten. Schwellenländeranleihen finden wir attraktiver als Hochzinsanleihen, die wir weiterhin untergewichten. Für Investment-Grade-Unternehmensanleihen bleiben wir neutral wegen bescheidenen Renditeaufschlägen in diesem Segment insgesamt, Herabstufungen und immer mehr Zahlungsausfällen.
3 Aktien				↗		Wir ändern unsere bisher neutrale Aktien-Position in ein leichtes Übergewicht, bleiben aber in den einzelnen Regionen defensiv und selektiv. Die Zentralbanken haben allem Anschein nach ihre Leitzins-Erhöhungen abgeschlossen – aus gutem Grund: In den USA verharrt die Arbeitslosenrate bei 3,7% und die US-Inflation flaut weiter ab, abzulesen an den Preisen langlebiger Konsumgüter, die im Februar erstmals seit Mai 2019 sanken. Das dürfte den Weg ebnen für mögliche Zinssenkungen im zweiten Quartal 2024. Ein solches Umfeld mit relativ robustem Wachstum und moderater Inflation sollte die Bewertungen risikoreicherer Anlagen mittelfristig weiter stützen. Unser neues Aktien-Übergewicht resultiert daraus, dass wir Aktien der Eurozone nun nicht mehr stark, sondern nur noch leicht untergewichten. Die dortige Wirtschaft schwächelt zwar immer noch und die Aktien der Region sind typischerweise zyklisch. Doch Letztere könnten sich aus unserer Sicht im weiteren Jahresverlauf erholen. Wir bevorzugen weiterhin Qualitätsaktien, vor allem in den USA und der Schweiz, wo wir übergewichtet bleiben. Nach dem enttäuschenden Jahresauftakt dürfte ein Umfeld mit geringeren Anleihenrenditen den defensiven Schweizer Aktien zugutekommen. Für japanische und Schwellenländeraktien bleiben wir neutral.
4 Gold				→		Weil die US-Wirtschaftsdaten stärker als erwartet ausfielen und Sorgen bereiteten, der Fortschritt der Inflationsbekämpfung stockte womöglich, schlug die US-Notenbank Fed einen wieder restriktiveren Ton an. Dies nahm Anlegern die Hoffnung auf die baldige Zinswende und Gold kam unter Druck. Deswegen Aufwärtspotenzial ist begrenzt, solange Zinssenkungen ausbleiben, wobei die Geopolitik aber nach wie vor stützt. Wir bleiben positiv für Gold. Denn wir rechnen mit tieferen US-Zinsen und einem schwächeren US-Dollar. Beides stützt Gold in der Regel. Zudem dient es der Absicherung gegen eine Rezession.
5 Rohstoffe		↘				Unser neues Aktien-Übergewicht geht zulasten der Rohstoff-Position, die wir von neutral in ein Untergewicht ändern. Der globale Wachstumsausblick bleibt durchzogen, weshalb wir für diese ausgeprägt zyklische Anlageklasse nun vorsichtiger sind. Auch dass die Inflation weiter abflauen dürfte, spricht gegen eine neutrale Positionierung. Eine Eskalation der geopolitischen Spannungen oder eine unerwartet starke Erholung der chinesischen Wirtschaft würden Rohstoffe begünstigen, aber dies ist nicht unser Basisszenario. China exportiert derzeit Deflation in die Welt, da seine Wirtschaft stockt und die Exporteure wegen Überkapazitäten die Preise der ins Ausland verkauften Waren senken.
6 Alternative Strategien			→			Für alternative Fonds und Immobilien bleiben wir neutral. Bei Ersteren bevorzugen wir versicherungsgewundene Wertschriften. Deren Entwicklung hängt in erster Linie von Versicherungsereignissen ab und korreliert daher in der Regel wenig mit den herkömmlichen Finanzmärkten. Dadurch lässt sich das Gesamtrisiko des Portfolios verringern.

Veränderung zum Vormonat: unverändert → erhöht ↗ verringert ↘

Wehrt China den Fehlgriff ab, den Japan einst tat?

Der Sony-Walkman als begehrte technologische Spielerei, die ersten Spielkonsolen von Nintendo, welche die Kinderherzen höherschlagen liessen, die Autos von Toyota und Honda, welche die Strassen der Welt eroberten – diese japanischen Erfolgsgeschichten verkörperten den Phönix, der aus der Asche stieg, nachdem der Zweite Weltkrieg die Industrie des Landes beinahe zerstört hatte. Doch das Wirtschaftswunder Japan war nicht von Dauer und mündete in der «Verlorenen Dekade». Dann lief ihm China den Rang als zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt ab. Ein Vergleich des gestrigen Japans mit dem heutigen China wirft die Frage auf, ob Letzterem ein ähnliches Schicksal widerfahren könnte.



Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

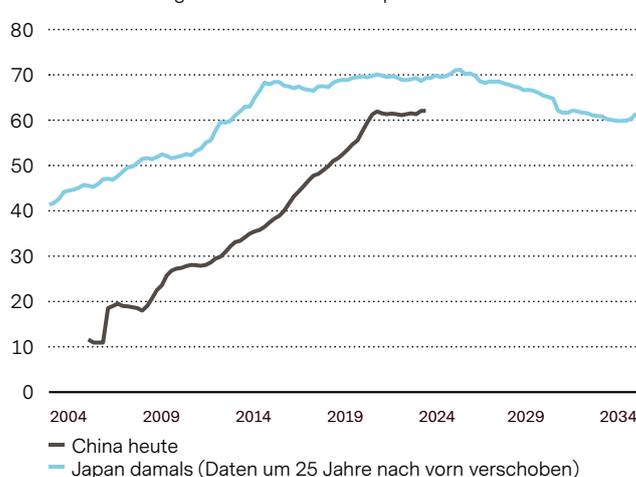


Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Japan erlebte nach dem Zweiten Weltkrieg bis in die frühen 1990er Jahre einen Wirtschaftsboom. 1988 übertraf der theoretische Wert des Landes jenen der flächenmässig fast 25 Mal grösseren USA um das Vier- bis Fünffache, und die Preise für Immobilien kletterten in schwindelerregende Höhen. Ein Jahr später hatten acht der weltweit zehn grössten Unternehmen, gemessen an der Marktkapitalisierung, ihren Sitz in Japan, und der Aktienindex Nikkei 225 erklimmte ein Hoch nach dem anderen. Die Entscheidungsträger der japanischen Notenbank (BoJ) waren in Sorge um die überhitzte Konjunktur, griffen aber kaum ein, vor allem nach dem Schock des Schwarzen Montags von 1987. Doch Ende 1989 hob Yasushi Mieno, gerade erst eine Woche im Amt als neuer BoJ-Chef, den Leitzins an und liess verlauten, dieser Schritt werde der Binnenwirtschaft zu einem nachhaltigen Wachstum verhelfen und gleichzeitig Preisstabilität gewährleisten. In den Monaten danach erfolgten weitere Zinserhöhungen. Dann platzte die Vermögensblase mit dem Resultat einer Bilanzrezession¹ und der «Verlorenen Dekade». Bis 1992 verlor der Nikkei 225 fast zwei Drittel an Wert. Die Immobilienpreise brachen bis 2001 um rund 70% ein.

Grafik 1: Wachstum bei steigenden Schulden bis zum Wirtschaftsabschwung

Privatverschuldung in % des Bruttoinlandprodukts



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 9. Februar 2024.

China – das «Japan 2.0»?

China weist beachtenswerte Ähnlichkeiten zu Japan auf, etwa die hohe Verschuldung. In Japan beliefen sich die Schulden der Privathaushalte in den 1990er Jahren auf fast 70% des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Die Verschuldung Chinas schwoll von etwa 11% Anfang der 2000er Jahre auf 62% im dritten Quartal 2023 (zuletzt verfügbare Daten) an (Grafik 1). Auch die Lage an Chinas Immobilienmarkt erinnert an das, was in Japan geschah. Nach Jahren rasant steigender Wohnungspreise in China geriet das stark fremdfinanzierte Geschäftsmodell von Immobilien-Entwicklern unter Druck. Im Januar ordnete ein Gericht in Hongkong die Liquidation des ins Schlingern geratenen Immobilien-Riesen Evergrande an. Eine weitere Eskalation der Krise könnte drastische Folgen zeitigen, macht doch der Immobilienmarkt fast 30% des chinesischen BIP aus. Dieses wird sich laut dem Internationalen Währungsfonds von rund 5% für 2023 auf 4,6% für 2024 und 3,5% für 2028 verlangsamen. Das verdeutlicht der nachlassende Preisdruck, wobei sich eine Verstärkung der Deflation abzeichnet. Günstigere Preise bergen aber das Risiko, dass Konsumenten, auf weitere Preissenkungen hoffend, ihre Käufe aufschieben und so eine Deflationsspirale auslösen – wie in Japan, wo diese Jahrzehnte anhielt. Beide Länder kämpfen mit ungünstigen demografischen Trends. So schrumpft etwa der Bevölkerungsanteil Erwerbstätiger. Auch die Fertilitätsrate (Anzahl Geburten pro Frau) sinkt. In Japan erreichte sie 1967 mit 2,2 ihren Höchststand, sank dann kontinuierlich auf 1,5 Anfang der 1990er Jahre und stagniert seit 2020 bei 1,3. In China ist sie mit 1,2 (zuletzt verfügbare Zahl für 2021) sogar noch niedriger. Ebenfalls an Japan erinnert, wie sich Chinas Beziehung zu den USA in den letzten Jahren verschlechterte (Handelskrieg, Rückverlagerung der Produktion in die Heimat etc.), womit sich China zunehmende Kritik aus den USA wegen unfairer Handelspraktiken einhandelte².

Was spricht gegen eine Japanisierung Chinas?

Als erstes scheint Chinas Wirtschaft zwar mit einem überhitzten Immobilienmarkt, nicht aber mit einer Blase am Aktienmarkt zu kämpfen. Auf dem Höhepunkt der japanischen Blase handelte der Nikkei 225 bei einem Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) von 70x. Der Shanghai Composite handelt derzeit bei 12x (Grafik 2). Des Weiteren wertete der japanische Yen nach dem Plaza-Abkommen³ von 1985 innerhalb weniger Monate um 20% auf. Der chinesische Yuan wird dies nicht tun, weil Chinas Behörden ihn steuern. Ausserdem ist China trotz seines wachsenden weltweiten Einflusses immer noch ein Schwellenland. Auch Trends wie die seit Jahren zunehmende Verstärkung sprechen gegen eine Japanisierung Chinas, da solche oftmals mit einem höheren Wirtschaftswachstum einhergehen. Und nicht zuletzt sind die chinesischen Entscheidungsträger im Vorteil, können sie doch aus der Wirtschaftsgeschichte Japans Lehren ziehen.

Grafik 2: Keine Aktienmarkt-Blase in China

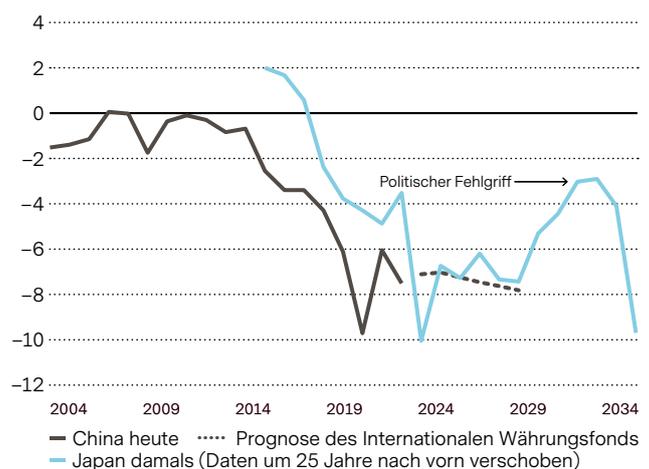
Aktienbewertung: Kurs/Gewinn-Verhältnis auf 12 Monate



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 9. Februar 2024.

Grafik 3: Strukturell bedingt hohes Haushaltsdefizit in China wohl unausweichlich

Haushaltsdefizit in % des BIP



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 9. Februar 2024.

Denkanstoss

Auch wenn wir zwischen dem heutigen China und dem Japan der 1980er und 1990er Jahre einige Parallelen ausmachen können, hinkt der Vergleich. Wäre China in der gleichen Situation wie Japan, würde dies die gesamte Weltwirtschaft in Mitleidenschaft ziehen. Denn China steuert einen wesentlich grösseren Anteil zum weltweiten BIP bei und ist auch für die Rohstoffmärkte essenziell. China wird seine Wirtschaft wohl eher mittels unterstützender Fiskalpolitik als mittels Geldpolitik ankurbeln müssen (Grafik 3).

¹ Bilanzrezession bezeichnet eine Phase mit Deflation und schwachem Wachstum. Sie tritt ein, wenn die Wirtschaft unter hoher Privatverschuldung weniger wächst oder gar schrumpft, weil nicht mehr die Investitionen und Ausgaben im Vordergrund stehen, sondern die Schuldentilgung. Laut Wirtschaftswissenschaftler Richard C. Koo sollte eine Bilanzrezession nicht mittels Geldpolitik (d. h. Leitzins-Senkungen), sondern mittels Fiskalpolitik bekämpft werden.

² Quelle: Artikel der Denkfabrik Bruegel, «Will China's trade war with the US end like that of Japan in the 1980s?», publiziert am 13. Mai 2019.

³ Abkommen zwischen Frankreich, Westdeutschland, Japan, den USA und Grossbritannien zur Schwächung des überbewerteten US-Dollar.

Ansichtssache, was Anlegen in Qualität auf Dauer bringt

In den 80er Jahren verfolgten die meisten Aktien-Manager entweder den «Growth»- oder den «Value»-Ansatz. Der Ansatz «Qualität» besetzte nur eine Nische. Heute ist dieser ebenfalls etabliert – und beliebt, aus gutem Grund: Er funktioniert. Die Definition von Qualität wurde im Lauf der Zeit breiter gefasst und unterschiedlich ausgelegt. Deshalb können die Renditen solcher Strategien je nach Marktumfeld stark divergieren. Vier Anlageexperten von Vontobel beleuchten die Nuancen von Qualität und legen dar, was Investoren 2024 von diesem Ansatz erwarten können.





—
Matthew Benkendorf
 Chief Investment Officer Quality
 Growth Boutique,
 Vontobel



—
Jean-Louis Nakamura
 Head of Vontobel Conviction
 Equities Boutique,
 Vontobel



—
Andrea Gentilini
 Head of Quantitative
 Investments,
 Vontobel



—
Dan Scott
 Head of Vontobel Multi Asset,
 Vontobel

— **Gibt es für Qualität eine akademische Definition und wie hat sich diese entwickelt?**

Andrea Gentilini, Head of Quantitative Investments: Ja, es gibt eine Definition. Sie hat sich weiterentwickelt, weil Anleger in verschiedenen Zeiträumen bestimmten Qualitätsaspekten mehr Bedeutung beimessen. Anfänglich lag ihr Augenmerk auf Kennzahlen, etwa dem Verschuldungsgrad, um die Finanzsituation eines Unternehmens einzuschätzen. Dann verlagerte es sich auf die Profitabilität, später auf die Gewinn- und Verlustrechnung und zuletzt auf Wachstum sowie Elemente der Stabilität, wobei sich ein grosser Teil der heutigen akademischen Literatur auf Beständigkeit konzentriert (Grafik 1: «Quality minus Junk»). Wir gehen davon aus, dass in Zukunft zusehends die Wirkung auf unseren Planeten und unsere Gesellschaft der Massstab für Qualität sein wird. Neustes Research zur Korrelation zwischen Qualität und ESG-Faktoren stützen diesen Trend.

— **Wie machen Sie in den verschiedenen Branchen und Ländern Qualitätsunternehmen ausfindig?**

Matthew Benkendorf, CIO Vontobel Quality Growth Boutique: Als aktiver Manager implementieren wir Qualität, indem wir stets auf Geschäftsmodelle aus sind, die über den gesamten Konjunkturzyklus hinweg Sicherheits-, Profitabilitäts- und Wachstumselemente aufweisen. Zu Zeiten der Internet-Blase behaupteten manche, dass anstelle der Gewinne die sogenannten «Eyeballs» (Anzahl der Website-Besuche) der Massstab für die Profitabilität sein sollten. Heute behaupten manche, dass Anlegen ausserhalb des definierten Ziels einer Strategie, ein sogenannter «Style drift», eine gangbare Strategie sei. Diese Meinung teilen wir nicht und bleiben bei unserer klaren und konsequenten Qualitätsdisziplin.

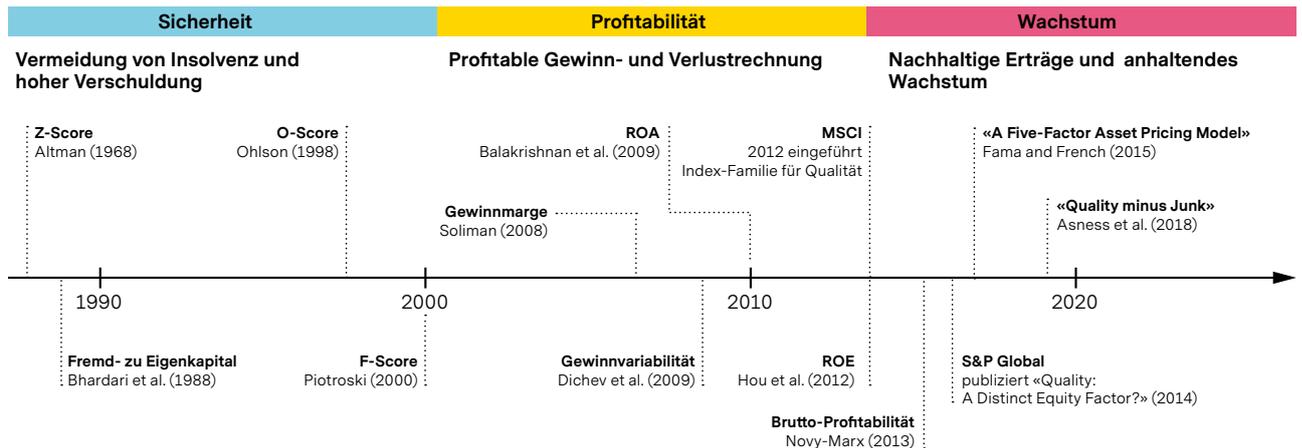
Bei unserer Auswahl von Qualitätsunternehmen setzen wir eine Mindestdauer für den Erfolgsausweis mit profitabilem Wachstum voraus, bevor wir investieren. Unseres Erachtens wird ein Unternehmen, das sich in der Transformation befindet, nach fünf Jahren Gewinn- und Wachstumspotenzial bieten. Das 1997 an die Börse gegangene

Unternehmen Amazon zum Beispiel wies 2010 bereits fünf Jahre mit profitabilem Wachstum aus. Wer zu jenem Zeitpunkt in Amazon investierte, konnte seine Anfangsinvestition bis heute um das 17-fache steigern. Aktive Manager können Mehrwert schaffen, indem sie Unternehmen ausfindig machen, die nicht nur rückblickend über einen Erfolgsausweis und Wettbewerbsvorteile verfügen, sondern dies auch in Zukunft aufrechterhalten können.

Jean-Louis Nakamura, Head of Vontobel Conviction Equities Boutique: Qualitätsunternehmen haben typischerweise eine starke Stellung in ihrer Branche und sind in der Regel in der Lage, in künftiges Wachstum zu investieren. Wir berücksichtigen aber bei der Beurteilung der Qualität in den Branchen verschiedene quantitative Kennzahlen, nicht nur auf Unternehmensebene, sondern auch im Kontext der jeweiligen Branche. Bei kapitalintensiven Branchen wie Energie und Bergbau zum Beispiel achten wir besonders darauf, wie gut die Unternehmen in der Lage sind, beständig Gewinne zu erwirtschaften, im Biotechnologie-Segment des Gesundheitssektors dagegen, wie gut die Unternehmen in der Lage sind, in die Forschung und Entwicklung sowie in den Innovationsprozess zu investieren. Bei der Beurteilung der Qualität in den Ländern gehen wir ähnlich vor. So vergleichen wir etwa unser Schweizer Universum mit jenem der Schwellenländer. Doch bei unserer qualitativen Analyse, welche Treffen mit dem Management der Unternehmen mit einschliesst, sieht das anders aus.

Matt: Qualitätsunternehmen aus Industrieländern erweisen sich tendenziell als beständiger. In diesen Ländern wird der Ansatz des Investierens in Qualität besser verstanden. Daher kommt er hier wohl häufiger zur Anwendung. In Schwellenländern dagegen ist der Anlagestil «Qualität» nicht gleich gut etabliert und er verändert sich schneller. In den Schwellenländern ist Qualität wegen der inhärenten Risiken günstiger und es braucht zudem mehr Geduld. In den Industrieländern dagegen gewinnt die Bewertung nun zusehends an Bedeutung.

Grafik 1: Die Definition von Qualität veränderte sich aufgrund der jeweiligen Marktstimmung



Quelle: Vontobel, nur zu Illustrationszwecken. Zeitraum: 1968 bis 2024.

Jean-Louis: Wir verfeinern laufend unser Vorgehen zur Beurteilung der Position der Unternehmen in der Branche, was eine Herausforderung sein kann im heutigen regulatorischen Umfeld und bei dem ausgeprägten Wettbewerb. Es ist ein Balanceakt, gleichzeitig vorausschauend zu sein und nicht zu stark von unserer Definition von Qualität abzuweichen. Deshalb ist ein solider akademischer Rahmen wichtig.

— Wird sich Qualität bewähren?

Andrea: Die Stil-Faktoren Qualität, Momentum, Wert, Volatilität und Grösse helfen, in zunehmend komplexen globalen Märkten die Performance zu erklären. Zu verstehen, wie jeder dieser Faktoren Rendite und Risiko in einem Portfolio beeinflusst, kann Anlegern bei der Auswahl eines optimalen Strategie-Mix dienlich sein. Das sogenannte «Factor Investing» stuft die Unternehmen gemäss einem Messwert (Faktor) ein und beobachtet dann, ob die zuoberst eingestuft besser abschneiden als die zuunterst eingestuft. Seit 2001 lag der Faktor Qualität damit während 83% der Zeit richtig (Grafik 2).

— Zählt bei Qualität Taktik oder Strategie?

Dan Scott, Head of Vontobel Multi Asset: Bei unseren Multi-Asset-Portfolios stammt der grösste Teil der Renditen aus der strategischen Asset Allocation (SAA) und nur ein kleiner Teil aus der taktischen Asset Allocation (TAA). Für uns ist das Anlegen in Qualität also weniger eine Frage des richtigen Einstiegszeitpunkts als vielmehr eine strategische Entscheidung. Denn in Abwärtsmärkten weniger zu verlieren kann der Schlüssel dazu sein, das

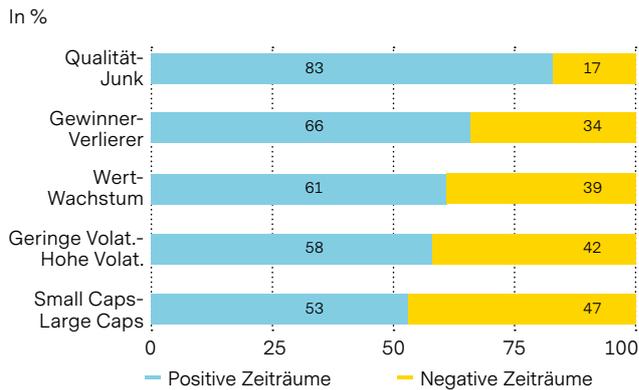
Vermögen über die Zeit erfolgreich zu mehren. Die geringe Volatilität, die mit dem Investieren in Qualität assoziiert wird, kann auch emotionalen Anlageentscheidungen Abhilfe schaffen, da es Anleger eher davon abhält irrational zu handeln, zum Beispiel Aktien zu verkaufen, wenn sie billig sind, und sie zu kaufen, wenn sie teuer sind.

Qualität kann teuer sein, aber Anleger langfristig für den Preis entschädigen, der hoch erscheinen mag. Nehmen wir zum Beispiel Nestlé, ein Schweizer Unternehmen, das als langweilig angesehen wird, dessen Gesamrendite seit 1996 jedoch jedes Jahr über 12% betrug und somit die Rendite des MSCI World Index von 6,9% weit übertraf. Selbst unter Ausschluss der Dividenden, die einen grossen Teil der Rendite von Nestlé ausmachen, schlägt das Unternehmen den Index.

— Korrelieren Qualität und Wachstum?

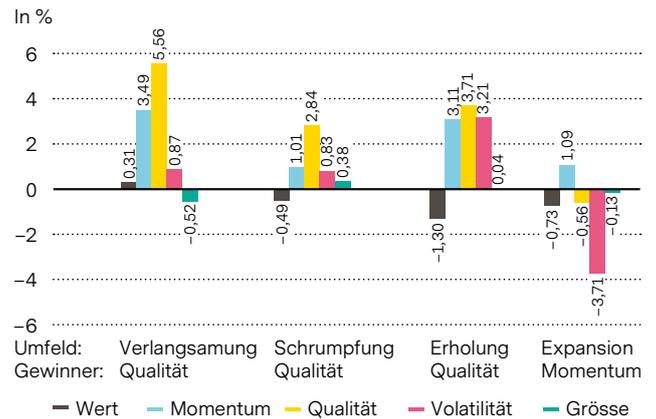
Jean-Louis: Qualität und Wachstum sind zweifellos zwei verschiedene Faktoren und sollten auch als solche betrachtet werden. Viele Kennzahlen, die verwendet werden, um Qualität zu prüfen, beziehen sich auf die Fundamentaldaten, wie Margen, Umsatz und Ertrag. Die lockere Geldpolitik der letzten zehn Jahre unterstützte das Umsatzwachstum und die Margenausweitung. Dies verhalf vielen Wachstumsunternehmen zum Erfolg – einige von ihnen gelten nun als «die glorreichen 7». Das traf aber nicht auf alle Unternehmen zu. Deshalb finden wir es wichtig, klar zu unterscheiden zwischen Qualität und Wachstum.

Grafik 2: Faktor Qualität – die zuoberst eingestuften Firmen übertreffen die zuunterst eingestuftes meist



Quelle: Factset, Bloomberg, Vontobel; Zeitraum Januar 2001 bis November 2023.

Grafik 3: Outperformance MSCI-Faktor-Indizes vs. MSCI World seit Januar 1990



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten vom November 2023.

Matt: Wachstum wird häufig für dasselbe gehalten wie Qualität. Sich aber einzig auf Wachstum zu konzentrieren und alles andere zu vernachlässigen, kann sich nachteilig auswirken. Anlegern, die Qualität falsch auslegen, können Verluste in Abwärtsmärkten nicht abfangen und sind höheren Risiken ausgesetzt, da ihnen auch die Bewertungsdisziplin abgeht, welche im Jahresverlauf 2024 an Bedeutung gewinnt.

— **Wenn die Rendite eines Qualitätsunternehmens zeitweilig von ihrem langfristigen Pfad abweicht, wie gleichen Sie das aus?**

Matt: Das braucht Geduld – das ist nicht einfach, aber wesentlich beim Investieren. Ein gutes Beispiel hierfür sind Unternehmen aus dem Gesundheitssektor, besonders Medizinaltechnik-Firmen. Sie bieten Potenzial für gut vorhersehbares Wachstum in den kommenden Jahren. Allerdings schwankte 2023 der Aktienmarkt, wobei sich alles um die Euphorie im Technologiebereich drehte. Dieses Jahr könnten diese Firmen beeinflusst werden von den Wahlen oder der Rhetorik zur Regulierung. Das Gesundheitswesen ist ein Paradebeispiel dafür, dass Geduld unabdingbar ist, um langfristig eine Rendite zu erzielen, ungeachtet kurzfristiger Abweichungen.

— **Wie schneidet Qualität in verschiedenen Marktumfeldern ab?**

Andrea: Es trifft zu, dass von den fünf Faktoren der Faktor Momentum in jedem Umfeld gut abschneidet. Doch in Umfeldern, in denen der Faktor Qualität gut abschneidet, übertrifft er Momentum deutlich (Grafik 3). Wichtig ist, wie wir das künftige Umfeld einschätzen. Die meisten Anleger erwarten keine Fortsetzung des ungezügelter, liquiditätsgetriebenen Bullenmarktes vom vergangenen ins nächste Jahrzehnt. Da ein Umfeld der Expansion unwahrscheinlich ist, ist Qualität eine gute Wahl.

— **Ist es jetzt Zeit für Qualität?**

Dan: Wir gehen davon aus, dass echte Qualitätsunternehmen gut aufgestellt sind, um künftige Renditen abzuwerfen, auch wenn die Kapitalkosten höher und das BIP-Wachstum geringer sein dürften, als wir es im Nullzins-Umfeld der Vergangenheit gewohnt waren. Über die Zeit Verluste zu vermeiden, gehört zu einem soliden Anlageprozess, und da das Umfeld immer volatil wird, werden die Anleger ihr Augenmerk vermehrt auf die Gewinnqualität der Unternehmen richten, auf deren Fähigkeit, Rendite auf dem investierten Kapital zu erzielen, und darauf, wie effizient sie ihr Kapital einsetzen. Wir sind allerdings der Meinung, dass Anlegen in Qualität keine Frage des richtigen Einstiegszeitpunkts ist, da die Grundpfeiler von Qualität in jedem ausgewogenen Portfolio eine Konstante bilden sollten.

US-Notenbank Fed im Dilemma



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Zurzeit befindet sich die US-Notenbank Fed in einer Situation, die normalerweise begrüssenswert wäre: Die Inflation ist rascher gesunken als vermutet. Dies stellt die Fed aber vor ein Dilemma.

Das Dilemma ist Folgendes: Während sich die Inflation kontinuierlich dem 2%-Ziel der Fed nähert, sind die realen – also um die Inflation bereinigten – Zinssätze gestiegen, was die Wirtschaft zu stark belasten könnte (Grafik 1). Gemäss Fed-Schätzung verträgt der im besten Fall neutrale nominale Leitzins, der das Wachstum weder fördert noch bremst, eine Inflation von höchstens 2,5% (real 0,5%), ansonsten leidet die Wirtschaft. Aufgrund dessen könnte die Fed den Leitzins ohne Weiteres senken und dennoch beteuern, ihn noch für längere Zeit auf hohem Niveau zu belassen. Denn die Geldpolitik bliebe restriktiv. Die Herausforderung besteht darin, Zeitpunkt und Ausmass der Zinssenkungen zu bestimmen, die im zweiten Quartal 2024 einsetzen dürften. Laut der jüngsten Zusammenfassung ihrer Wirtschaftsprognosen beabsichtigt die Fed, ihren Leitzins 2024 um mindestens 75 Basispunkte zu senken.

Restriktive Kreditvergabe

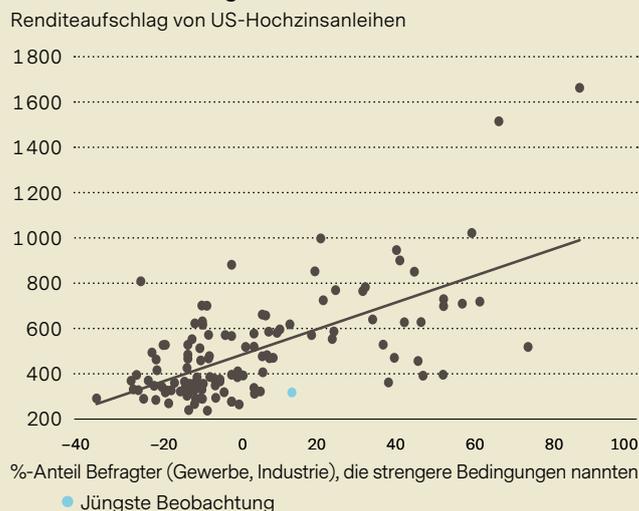
Der Senior Loan Officer Opinion Survey der Fed zeigt, dass durch die im vierten Quartal 2023 verschärften Kreditvergabe-Bedingungen der Banken die Kredit-Quote gegenüber den Vorquartalen sank. Eine signifikante Anzahl von Banken meldete unter dem Strich weniger Anfragen potenzieller Kreditnehmer zur Verfügbarkeit und den Bedingungen neuer Kreditlinien oder zur Aufstockung bestehender Fazilitäten (Grafik 2). Dies lässt darauf schliessen, dass die US-Unternehmen nach wie vor überaus vorsichtig sind und sich mit Investitionen zurückhalten. Laut dem Umfrage-Bericht sinken offenbar die Investitionen in Anlagen und Ausrüstung sowie der Finanzierungsbedarf für Lagerbestände, Forderungen und Fusionen oder Übernahmen. Eine geringere Kreditaufnahme deutet häufig auf weniger Investitionen der Unternehmen und weniger Neueinstellungen hin, was wiederum das Wirtschaftswachstum belastet.

In der Vergangenheit führten strengere Kreditvergabe-Bedingungen jeweils zu steigenden Renditeaufschlägen von risikoreicheren Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen. Die derzeit bescheidenen Renditeaufschläge entschädigen in unseren Augen nicht für die wegen höherer Finanzierungskosten zu erwartende Belastung der Unternehmensbilanzen. Deshalb bekräftigen wir unseren positiven Ausblick für Anleihen von Qualitäts-schuldnern und bleiben bei Unternehmensanleihen insgesamt defensiv, wobei wir für Investment-Grade-Anleihen neutral sind und Hochzinsanleihen untergewichten.

Grafik 1: Unsichtbare Hand – den realen Fed-Leitzins enthüllen



Grafik 2: Restriktivere Kreditvergabe und höhere Finanzierungskosten



Taktischer Spielzug



—
Mario Montagnani
 Senior Investment Strategist,
 Vontobel

Nachdem die Aktienkurse im November und Dezember fast ausnahmslos nach oben kletterten, sind die Anleger seit Anfang Januar wieder wählerischer. Einerseits beflügelten solide Daten zum Wirtschaftswachstum und starke Beschäftigungszahlen ihre Hoffnung auf eine weiche Landung. Andererseits veranlassten gemischte Inflationsdaten für Dezember und Januar zusammen mit einer starken Wirtschaft die Zentralbanken, die anstehenden Zinssenkungen aufzuschieben.

Allen voran die US-Notenbank Fed schlug an ihrer Sitzung Ende Januar einen deutlich restriktiveren Ton an. Zum Zeitpunkt des Verfassens dieses Berichts befinden sich die Märkte nach wie vor im Höhenflug: Der MSCI ACWI Net Total Return Index stieg seit Jahresbeginn um mehr als 3% auf ein Rekordhoch über dem letzten Höchststand vom Dezember 2021. Übertrieben viel in so kurzer Zeit? Nein, finden wir und ändern deshalb unsere bisher neutrale Aktien-Position taktisch in ein Übergewicht.

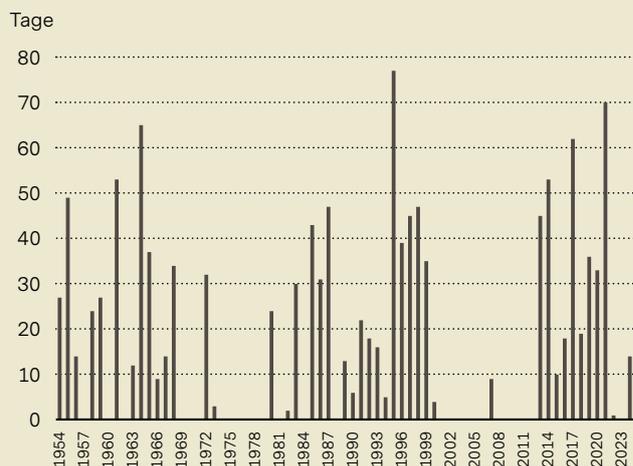
Der US-Aktienmarkt bleibt eine wichtige Triebfeder für die globalen Indizes, ähnlich wie im vergangenen Jahr, als technologiebezogene US-Mega-Caps voranpreschten. In den USA trieben ermutigende Unternehmensgewinne

vor allem der Technologie-Giganten und begünstigende makroökonomische Daten den S&P 500 Index erstmals über die Marke von 5000 Punkten auf sein vierzehntes Allzeithoch seit Anfang 2024 (Grafik 1). Im Februar stieg die Marktkapitalisierung innerhalb von nur einem Tag so markant wie noch nie, angeführt von Meta mit einer Zunahme von nahezu 200 Mrd. US-Dollar nach Bekanntgabe der Ergebnisse für das vierte Quartal 2023 (Grafik 2). In Europa sieht das Bild ähnlich aus: Der Stoxx Europe 600 Index liegt ebenfalls im Plus, angeführt von den Sektoren Technologie, Kommunikationsdienste, zyklische Konsumgüter (in erster Linie Luxusgüter) und Finanz. Das Schlusslicht bilden die Schwellenländer, die sich noch in Konsolidierung befinden. Chinesische Aktien spiegeln das Stocken von Chinas Wirtschaft, wie es in enttäuschenden Detailhandelsumsätzen und einer weiteren Verschlechterung am dortigen Immobilienmarkt zum Ausdruck kommt.

Blick voraus

Die Wachstumsprognosen für 2024 und 2025 sind eher verhalten. Die voraussichtlich weniger restriktive Rhetorik der Zentralbanken dürfte den Bewertungen zugutekommen. Ein weiterer wichtiger Faktor ist die derzeit in Geldmarkt-Fonds parkierte Liquidität, die mit über 6 Billionen US-Dollar ein Allzeithoch erreicht hat. Deshalb ändert das Vontobel Investment Committee mit einem Anlagehorizont von neun bis zwölf Monaten die bisher neutrale Aktien-Position taktisch in ein Übergewicht, bleibt aber regional diversifiziert und bevorzugt Unternehmen mit Gewinnvisibilität, wie sie jene aus der Schweiz und den USA unserer Meinung nach bieten. Die Details dazu finden Sie auf Seite 5.

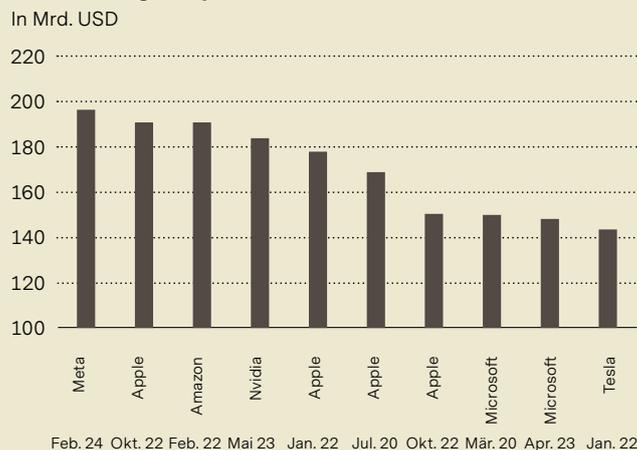
Grafik 1: S&P 500 Index will hoch hinaus



— Anzahl der im Jahr erreichten Allzeit-Hochs des S&P 500 Index

Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 16. Februar 2024.

Grafik 2: Zehn grösste Zuwächse der Marktkapitalisierung in einem Tag seit je



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 16. Februar 2024.

Wirtschaft drillt Ölpreis



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Öl bekam jüngst Unterstützung von einigen geopolitischen Ereignissen – den Angriffen auf die russische Öl-Infrastruktur, gescheiterten Bemühungen um einen Waffenstillstand im Gaza-Streifen, den Unsicherheiten im Roten Meer. Trotz der angespannten Lage handelt Öl jedoch seit Monaten in einer Spanne zwischen 75 und 85 US-Dollar.

Nachfrageseitig gibt es gemischte Signale. So reduzierte beispielsweise die Internationale Energieagentur ihre Prognose für die globale Ölnachfrage. Diese soll 2024 aufgrund der schwächelnden chinesischen Wirtschaft nur noch um 1,2 Millionen Barrel pro Tag (mbpd) wachsen, weniger als zuvor prognostiziert (1,3 mbpd). Die Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) ist mit 2,25 mbpd deutlich optimistischer. Gleichzeitig stützen reisefreudige Konsumenten die Kerosinnachfrage, während solide US-Wirtschaftsdaten die Hoffnung auf eine weiche Landung der Wirtschaft beflügeln (Grafik 1).

Angebotsseitig fiel laut der Energy Information Administration die US-Ölproduktion – nach dem Rekordhoch von über 13,3 mbpd Ende 2023 – im Januar tiefer als erwartet aus (12,6 mbpd). Wegen extremer Wetterbedingungen

froren Bohrlöcher zu und Pipelines ein. Dies sowie geplante Abschaltungen liessen die Raffinerie-Aktivität einbrechen. Beinahe zeitgleich wurde bekannt, dass der US-Öllagerbestand in der ersten Februarwoche stärker als erwartet gestiegen war (der Energy Information Administration zufolge um 12 Millionen Barrel, deutlich mehr als die erwarteten 2.6 Millionen Barrel). Einige werteten dies als Zeichen einer schwächelnden Nachfrage, auch wenn es zum Teil auf die geringere Raffinerie-Aktivität zurückzuführen sein dürfte.

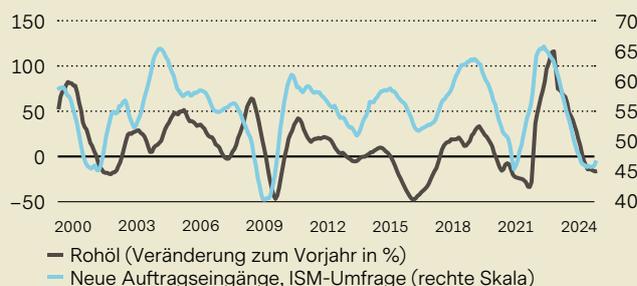
OPEC kürzt Fördermengen weiterhin

Die OPEC und ihre Verbündeten (OPEC+) setzen die angekündigten Fördermengen-Kürzungen fort. Saudi-Arabien liess bereits durchblicken, dass die Kürzungen auch über das erste Quartal hinaus fortgesetzt werden könnten. Doch angesichts der angehäuften Überschusskapazität und der Tatsache, dass Saudi-Arabien das Gros der Kürzungen allein schultern muss, bestehen Zweifel, ob den Worten wirklich Taten folgen werden (Grafik 2). Zudem werteten einige die Kehrtwende bei der geplanten Kapazitätserweiterung von Saudi Aramco als «bearishes» Zeichen. Saudi-Arabien hatte den Energiekonzern angewiesen, bis 2027 eine maximale Kapazität von 12 mbpd anzustreben, eine Million weniger als zuvor angekündigt.

Falls die geopolitischen Spannungen eskalieren oder Chinas Wirtschaft sich deutlich erholt, könnte der Ölpreis befeuert werden. Dies ist aber nicht unser Basisszenario. Bleiben unerwartete Schocks aus, dürfte sich der Ölpreis weiterhin in einer Spanne zwischen 75 und 85 US-Dollar bewegen.

Grafik 1: Leitindikatoren signalisieren Verbesserung der Wirtschaft

Gleitender Ein-Jahres-Durchschnitt (beide Achsen)



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 16. Februar 2024.

Grafik 2: Überschusskapazität dürfte 2024 ein Thema werden

Millionen Barrel pro Tag



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 16. Februar 2024.

Schweiz überrascht



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Im Januar verlor der Schweizer Franken gegenüber dem Euro leicht und gegenüber dem US-Dollar stärker an Wert. Angesichts dessen äusserte der Präsident der Schweizerischen Nationalbank (SNB), Thomas Jordan, wachsende Besorgnis über die Frankenstärke und deren Belastung für Schweizer Unternehmen. Dieses Eingeständnis kann als erster Schritt hin zu einer aktiven Abwertung des Frankens gesehen werden.

Wenn eine Wirtschaftsabkühlung und ein deflationäres Umfeld Sorgen bereiten, ist eine starke Währung wenig hilfreich. Auch wenn die SNB nicht sofort Devisenreserven zu verkaufen beginnt, könnte sie allein schon durch das Unterlassen von Devisenkäufen bei geringeren Zinsen den Franken im Jahresverlauf 2024 schwächen.

Die Inflationsdaten in der Schweiz überraschten im Januar, weshalb die SNB ihren Leitzins früher senken könnte als erwartet. Die Inflation der Konsumentenpreise insgesamt stieg um 1,3% gegenüber Vorjahr, was deutlich unter den Prognosen der Wirtschaftsexperten von 1,7% lag. Die Kerninflation – sie schliesst volatile Komponenten wie Energie und Lebensmittel aus – fiel von 1,5% auf 1,2%

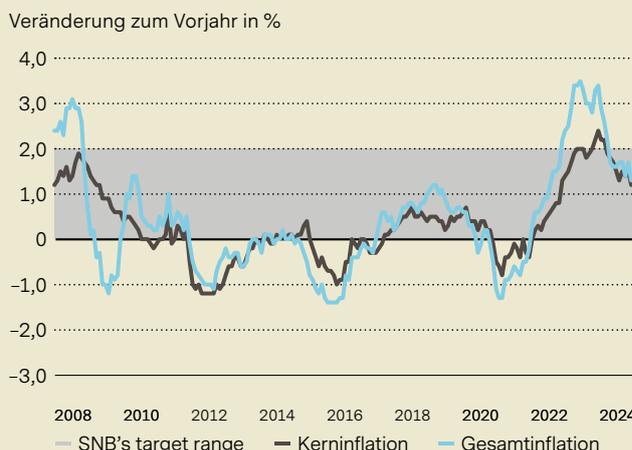
(Grafik 1). Dieser Rückgang kam ziemlich überraschend, da einige Preise in der Schweizer Wirtschaft kontrolliert werden. Zudem stiegen anfangs Jahr die Stromkosten und der Mehrwertsteuer-Satz. Wirtschaftsexperten fasseten ursprünglich September ins Auge für eine erste Leitzins-Senkung der SNB. Doch weil die Inflation stärker als erwartet gesunken ist, haben einige den Zeitpunkt nun vorverlegt. Die vom Markt implizierte Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung um 25 Basispunkte im März hat sich von rund 30% auf mehr als 60% verdoppelt. Da die SNB als einzige unter ihren globalen Pendanten vierteljährliche Sitzungen abhält, ist sie weniger flexibel.

US-Dollar erstarkt wieder

Dass der Euro im Januar gegenüber dem US-Dollar abwertete, ist zum Teil auch die Korrektur des übertriebenen Ausverkaufs des US-Dollar im November und Dezember 2023 (Grafik 2). Wegen des augenfälligen Kontrasts zwischen den starken US-Wirtschaftsindikatoren und den schwachen Zahlen der Eurozone hat der Optimismus gegenüber dem Euro-Dollar-Wechselkurs einen schweren Stand. Fraglich ist, ob die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den USA günstig bleiben. Davon hängt ab, wie sich die Zinsen und der US-Dollar entwickeln werden.

Das Augenmerk der Anleger haftet auf dem Zeitpunkt der Zinswende. Die Europäische Zentralbank (EZB) liess verlauten, auf der Januar-Sitzung über Leitzins-Senkungen zu diskutieren sei verfrüht. Sie steuert aber zweifellos darauf zu. EZB-Präsidentin Christine Lagarde wirkte den Markterwartungen entgegen, indem sie betonte, es brauche noch mehr Daten und mehr Fortschritte im Kampf gegen die Inflation.

Grafik 1: Inflation der Schweiz flaut überraschend ab



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 14. Februar 2024.

Grafik 2: Dollar-Bullen wieder auf dem Vormarsch



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 14. Februar 2024.

Konjunktur und Finanzmärkte 2022 – 2025

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

BIP (IN %)	2022	2023	AKTUELL¹	KONSENS 2024	KONSENS 2025
Global (G20)	2,9	2,7	2,9	2,3	2,6
Eurozone	3,4	0,5	0,1	0,5	1,4
USA	1,9	2,5	3,1	1,6	1,7
Japan	1,0	2,0	1,0	0,8	1,0
Grossbritannien	4,5	0,3	-0,2	0,4	1,2
Schweiz	2,7	0,8	0,4	1,2	1,5
Australien	3,8	1,9	2,1	1,4	2,2
China	3,0	5,2	5,2	4,6	4,4

INFLATION	2022	2023	AKTUELL²	KONSENS 2024	KONSENS 2025
Global (G20)	7,5	4,4	3,6	5,3	3,3
Eurozone	8,4	5,5	2,8	2,3	2,1
USA	8,0	4,1	3,1	2,7	2,3
Japan	2,5	3,2	2,6	2,2	1,7
Grossbritannien	9,1	7,3	4,0	2,6	2,1
Schweiz	2,8	2,2	1,3	1,5	1,4
Australien	6,6	5,7	4,1	3,4	2,8
China	2,0	0,2	-0,8	1,0	1,7

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR	2,50	4,50	4,50	4,25	3,25
USD	4,50	5,50	5,50	5,15	3,90
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,02	0,05
GBP	3,50	5,25	5,25	5,05	3,85
CHF	1,00	1,75	1,75	1,60	1,16
AUD	3,10	4,35	4,35	4,35	3,70
CNY	3,65	3,45	4,35	4,25	-

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR (Deutschland)	2,6	2,0	2,38	2,19	2,15
USD	3,9	3,9	4,27	3,87	3,69
JPY	0,4	0,6	0,74	0,85	0,95
GBP	3,7	3,5	4,09	3,79	3,55
CHF	1,6	0,7	0,91	0,85	0,96
AUD	4,1	4,0	4,19	4,27	3,87

WECHSELKURSE	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
CHF je EUR	0,99	0,93	0,95	0,96	-
CHF je USD	0,94	0,84	0,88	0,87	-
CHF je 100 JPY	0,72	0,60	0,59	0,61	-
CHF je GBP	1,12	1,07	1,11	1,10	-
USD je EUR	1,06	1,10	1,08	1,10	-
JPY je USD	130,00	141,00	150,00	142,00	-
USD je AUD	0,67	0,68	0,65	0,68	-
GBP je EUR	0,88	0,87	0,85	0,86	-
CNY je USD	6,91	7,10	7,19	7,13	-

ROHSTOFFE	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
Brent-Rohöl, USD je Barrel	86	77	83	83	83
Gold, USD je Feinunze	1824	2063	2005	2050	2115
Kupfer, USD je Tonne	8372	8559	8314	8500	9091

¹ Neuste verfügbare Quartalsdaten

² Neuste verfügbare Monatsdaten, G20-Daten nur vierteljährlich

Quelle: Vontobel, jeweilige Statistikämter und Zentralbanken, Stand: 16. Februar 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 informativ getrennte und durch Compliance überwachte Einheit AM/ GIS MACI/ Funds Research and Investments auf Basis des Best-in-Class-Prinzips erfolgt. Bei den in dieser Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich um die an dem jeweils genannten Stichtag letzten verfügbaren Schlusskurse. Eventuelle Abweichungen von dieser Regel werden jeweils offengelegt. Die der Unternehmensbewertung zu Grunde liegenden Zahlen beziehungsweise Berechnungen basieren auf den von den analysierten Emittenten veröffentlichten Finanzinformationen, insbesondere der Gewinn- und Verlustrechnung, der Kapitalflussrechnung und der Bilanz. Als externe Informationen ist die Verlässlichkeit mit entsprechenden Risiken behaftet, für die die Bank Vontobel AG keine Gewähr übernimmt. Die für die Analyse durchgeführten Berechnungen und Schätzungen können sich bei Änderungen in der Bewertungsmethodik und/oder Zugrundelegung anderer, abweichender Modelle, Annahmen, Interpretationen und/oder Schätzungen jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmethoden schliesst das Risiko nicht aus, dass «Fair Values» innerhalb des erwarteten Prognosezeitraumes nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhergesehene Änderungen können sich zum Beispiel aus einem möglichen Wettbewerbsdruck, aus Nachfrageänderungen bei den Produkten eines Emittenten, aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunktureller Aktivität, aus Wechselkurschwankungen oder auch aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Ebenso können regulatorische oder steuerrechtliche Änderungen unvorhersehbare und gravierende Auswirkungen haben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Weitergehende Ausführungen/Informationen zu den methodischen Ansätzen unserer Finanzanalyse sowie des Ratingsystems finden Sie unter vontobel.com/CH/DE/Unternehmen-institutionen-research.

Bewertungsgrundlagen und -methoden

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

2. Disclaimer und Quellenangabe

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

18 Rechtliche Hinweise

3. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

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

Informationen für Kunden aus Deutschland

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

Additional information for US institutional clients

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

Additional information for UK clients

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

Information for Italian investors

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

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

