

Investors' Outlook

Schnitt! Die nächste ...



Februar 2024

2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Inszenierung für 2024

6 Markt-Highlights

Spielen die US-Konsumenten weiterhin die Rolle der Wirtschaftsretter?

8 Viewpoint

Scheinwerfer auf die immer greifbarere digitale Revolution in Lateinamerika

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*

Anthony Corrigan,
Client Portfolio Manager mtX,
Vontobel
Stefan Eppenberger,
Head Multi Asset Strategy,
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
Dan Scott,
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Erscheinungsweise

Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe März 2024)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

26. Januar 2024

Bemerkungen

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

Schnitt! Die nächste ...



—
Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Geschätzte Leserschaft

«Jahr der Anleihe», «Jahr der Zinssenkungen», «Jahr der Rezession»: 2024 ist bereits mit vielen Etiketten versehen worden. Für welches Etikett auch immer sich die Anleger entscheiden, feststeht jedenfalls, dass das Ende der aggressivsten Zinserhöhungen seit vier Jahrzehnten nun gekommen ist und sich der Nebel lichtet. Jetzt ist die nächste Szene an der Reihe.

Die Märkte nehmen bereits Zinssenkungen vorweg, da es der US-Notenbank Fed in den Augen vieler Anleger gelungen ist, der Inflation Einhalt zu gebieten, ohne der Wirtschaft zu schaden. Wir sind weiterhin der Ansicht, dass den USA eine Rezession bevorsteht, denn die Auswirkungen der rapiden Zinserhöhungen haben sich noch nicht vollständig in der Realwirtschaft niedergeschlagen. Wir sind uns aber bewusst, dass sich dieses Fenster allmählich schliesst. So müsste sich etwa der US-Arbeitsmarkt in den nächsten Monaten abschwächen. Andernfalls wird das Szenario einer sanften Landung der US-Wirtschaft wahrscheinlicher.

Das bedeutet auch, dass jetzt wieder gewöhnlichere Rahmenbedingungen einkehren. Die Tage der Nullzinspolitik sind längst gezählt. Die Zinsen sind mittlerweile hoch genug, so dass Kapital wieder etwas kostet, und die Inflation liegt über Null. Somit finden wir uns zusehends im traditionellen Umfeld ein, wo die Zinsen rückläufig sein können, ohne dass Anleger risikolose Wertpapiere berappen müssen. Das Wirtschaftswachstum dürfte bescheidener ausfallen, und die Erwartungen für die Preise von Vermögenswerten könnten leicht nach unten korrigiert werden. Unseres Erachtens ist es am besten, investiert zu bleiben, sich aber vorerst an defensive und Qualitätstitel zu halten. Erst im späteren Jahresverlauf könnte dann eine zyklischere Ausrichtung angebracht sein.

Als Risikofaktor behalten wir den Sektor der Gewerbeimmobilien in den USA im Auge. Dieser könnte einen Dominoeffekt auf die Kapitalmärkte auslösen, falls

sich seine Lage weiter verschlechtert. Weitere Themen, welche die Anlegerstimmung beeinträchtigen könnten, sind die Turbulenzen an den Privatmärkten und die Geopolitik, wo erneute Spannungen im Roten Meer ein verstärktes Einschreiten der USA zur Folge haben könnten.

2024 ist ausserdem ein historisches Wahljahr. Denn beinahe die Hälfte der weltweiten Bevölkerung wird an die Urnen gehen, um ihre jeweiligen Regierungschefs zu wählen. Wir konzentrieren uns auf die USA und die weithin erwartete Neuauflage des Duells zwischen Präsident Joe Biden und Donald Trump. Dies halten wir aber noch nicht für ausgemacht, denn die republikanische Kandidatin Nikki Haley könnte sich behaupten, und auch bei den Demokraten ist eine Überraschung nicht ausgeschlossen.

Im vorliegenden Investors' Outlook finden Sie detaillierte Ausführungen zur Frage, ob die US-Konsumenten die weltweit grösste Volkswirtschaft weiterhin kräftig unterstützen können. Wir erläutern auch, was die Spannungen im Roten Meer für den Ölmarkt bedeuten könnten. Was Lateinamerikas Aufholjagd bei der digitalen Revolution für die verschiedenen Branchen jener Region bedeutet, erläutern die Kollegen unserer Conviction Equities Boutique.

2024 dürfte ereignisreich werden. Als aktive Manager beobachten wir die wichtigen Themen immer aus der Vogelperspektive und in der Nahaufnahme, um unsere Schlüsse zu ziehen, allzeit bereit, die Position unserer Kamera neu auszurichten bei Wendungen im Weltgeschehen, mit denen das Jahr aufwarten könnte.

→ **Webcast**

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

4 Anlagestrategie



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Inszenierung für 2024

Dass sich die Dinge bisweilen anders entwickeln als erwartet, hat uns das Jahr 2023 in Erinnerung gerufen. Zu den Ereignissen, welche die Anleger auf dem falschen Fuss erwischten, gehörten die Schockwellen an den Finanzmärkten, ausgelöst durch unauffällige Namen wie Silvergate Capital und Silicon Valley Bank, den anschliessenden Zusammenbruch einer systemrelevanten Schweizer Grossbank, die Bonitätsherabstufung der USA und die Angriffe der Hamas auf Israel, gefolgt von Spannungen im Roten Meer. Womit könnte also das Jahr 2024 aufwarten?

Wir bleiben vorerst bei unserem wirtschaftlichen Basiszenario, in dem wir unverändert von einer Rezession in den USA ausgehen. Für diese vom Konsens abweichende Einschätzung gibt es zahlreiche Gründe: Die Geldpolitik entfaltet ihre Wirkung mit einer Verzögerung, die je nachdem unterschiedlich lang dauern kann. So haben sich die Folgen der Leitzins-Erhöhlungen noch nicht vollständig in der Realwirtschaft niedergeschlagen. Für Konsumenten wie auch Unternehmen gelten nun strengere Kreditvergabe-Bedingungen, und anders als im letzten Jahr ist angesichts des tief gespaltenen US-Kongresses und der bevorstehenden Präsidentschaftswahlen wohl kaum mit rettendem fiskalischem Stimulus zu rechnen. Ausserdem erwarten wir keine bedeutenden Impulse aus

China, die das globale Wachstum stützen würden, und die Zurückhaltung vieler Unternehmen bei Investitionen deutet ebenfalls auf eine bevorstehende Flaute hin.

Auf der positiven Seite sehen wir von der Inflation keine allzu grosse Gefahr mehr ausgehen. Zwar könnte es für die US-Notenbank Fed schwierig sein, die Teuerung wieder auf den Zielwert von 2% zurückzubringen, doch ein Aufflammen in Form einer starken zweiten Welle halten wir für unwahrscheinlich. Die weltweite Knappheit an Gütern hat nachgelassen, viele Unternehmen haben ansehnliche Lagerbestände aufgebaut, und China exportiert sogar Deflation in die Welt. Auch die Nahrungsmittel und Energie ausschliessende US-Kerninflation – die für die Fed massgebende Zahl – bewegt sich nun rasch auf den Zielwert zu.

Das Jahr 2024 könnte für die Welt durchaus einige Überraschungen bereithalten. Ein wesentlicher Faktor, den es zu beobachten gilt, ist der US-Arbeitsmarkt. Dieser hat sich zuletzt abgeschwächt, zeigt sich aber immer noch erstaunlich robust. Sollte in den nächsten Monaten kein Stellenabbau erfolgen, wird eine sanfte Landung der Wirtschaft unserer Ansicht nach immer wahrscheinlicher. Die Details zu unserer Asset Allocation finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität		→				Für einen Anlagehorizont von 9–12 Monaten erwarten wir für Anlageklassen wie Aktien und Anleihen höhere Renditen als für Liquidität, die wir untergewichtet lassen.
2 Anleihen			→			Für Anleihen bleiben wir neutral, mit einer defensiven Ausrichtung in den Sub-Anlageklassen und einer Präferenz für Staats- und Schwellenländeranleihen. Staatsanleihen bieten auf dem aktuellen Bewertungsniveau ein asymmetrisches Auszahlungsprofil und zugleich Schutz, das heisst das Aufwärtspotenzial ist grösser als das Abwärtsrisiko. Wir finden Schwellenländeranleihen attraktiver als Hochzinsanleihen, die wir nach wie vor untergewichten. Sobald die US-Notenbank Fed ihre Geldpolitik lockert, sollten Schwellenländeranleihen zudem von einem schwächeren US-Dollar profitieren. Für Investment-Grade-Unternehmensanleihen sind wir neutral, da in dieser Sub-Anlageklasse die Renditeaufschläge generell sehr niedrig sind, Herabstufungen stattfinden und die Zahlungsausfälle zunehmen.
3 Aktien			→			Für Aktien bleiben wir neutral und in den Regionen defensiv positioniert. Die Anlageklasse wirkt ausgereizt nach der Jahresend-Hausse, eine der stärksten seit Jahrzehnten. Haupt-Triebfeder hierfür war die Erwartung, die Zentralbanken würden dank der nachlassenden Inflation keine Leitzins-Erhöhlungen mehr vornehmen und bereits in der ersten Jahreshälfte 2024 zu Senkungen übergehen. Die überkauften Märkte mahnen zur Vorsicht, ebenso wie die drohende Rezession und schrumpfende Zentralbank-Bilanzen. Anleger sollten daher noch selektiver sein. Nach unserem Ermessen dürften Qualitätsaktien überdurchschnittlich abschneiden, vor allem jene der USA und der Schweiz, wo wir übergewichtet bleiben. Defensive Schweizer Aktien dürften von niedrigeren Anleihenrenditen und dem schwächeren Wirtschaftswachstum profitieren. Europäische Aktien sind unseres Erachtens anfälliger für die derzeit lahrende chinesische Wirtschaft, weil viele Firmen Europas umsatzmässig China-lastig und zyklisch geartet sind, was sie dem Risiko von Gewinnrevisionen aussetzt. Für japanische und Schwellenländeraktien bleiben wir neutral.
4 Gold				→		Leicht positiv bleiben wir für Gold, das 2023 mit einem Jahres-Plus von rund 14% (in US-Dollar) zu den besten Anlageklassen gehörte. Das Edelmetall profitierte von der Erwartung einer bald ändernden Fed-Geldpolitik, der hohen Nachfrage der Zentralbanken, der soliden Nachfrage von privater Seite und der Geopolitik. Wir rechnen mit einem schwächeren US-Dollar und sinkenden Realzinsen, wovon Gold meist profitiert.
5 Rohstoffe			→			Für Rohstoffe bleiben wir neutral. Die zyklische Anlageklasse war 2023 eine der wenigen Anlageklassen im Minus, abhängig von der abkühlenden Weltwirtschaft. Auch das Überangebot vieler Rohstoffe war hinderlich, bei Öl zum Beispiel wegen der über Erwartungen hohen US-Ölproduktion. Durch den milden Winter stiegen zudem die Erdgas-Bestände. Der Anlageklasse zugutekommen könnten die geopolitischen Spannungen in Nahost und die von uns erwartete Abschwächung des US-Dollar (davon profitieren Rohstoffe meist).
6 Alternative Strategien			→			Für alternative Fonds und Immobilien bleiben wir neutral. Bei ersteren bevorzugen wir versicherungsgeschützte Wertpapiere. Da diese von bestimmten Versicherungsereignissen abhängen, korrelieren sie in der Regel wenig mit den traditionellen Finanzmärkten. Dadurch lässt sich das Portfolio-Risiko verringern.

Spielen die US-Konsumenten weiterhin die Rolle der Wirtschaftsretter?

Vielen Konsumenten sitzt das Geld nicht mehr so locker wie auch schon. In Europa brach der Privatkonsum fast zeitgleich mit der europäischen Energiekrise (2022) ein, und er hat sich bislang nicht erholt. Auch in China üben sich die Verbraucher in Zurückhaltung. Der dortige Privatkonsum knickte ein, als die Pandemie ausbrach (Ende 2019). Anders dagegen sieht es in den USA aus.



—
Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

In den USA, der grössten Volkswirtschaft der Welt, setzt der Privatkonsum – er macht rund 70% des US-Bruttoinlandprodukts aus – seinen vor der Pandemie gekannten Trend unbeirrt fort. Dieser starke Konsum überrascht angesichts der hohen Zinsen, der vielerorts spürbaren Wirtschaftsabschwächung und der anhaltenden Stagnation des realen (inflationbereinigten) Einkommens. Unter solchen Bedingungen täten die US-Konsumenten gut daran, den Gürtel enger zu schnallen. Diese aber geben sogar noch mehr aus – ganz nach dem Motto «you only live once», umgangssprachlich kurz «YOLO» (Grafik 1).

Geplatze Häuserträume, wachsende Vermögen, solider Arbeitsmarkt

Für ihre Spendierlaune gibt es mehrere Gründe. Erstens scheint das Bedürfnis noch immer nicht gestillt zu sein, den von der Pandemie diktierten Konsumverzicht nachzuholen (das vielzitierte «Revenge spending»).

Zweitens verleidet der angespannte Häusermarkt vielen die Lust am Sparen. Gemäss dem Erschwinglichkeitsindex der «National Association of Realtors» verfügt eine typische Familie in den USA inzwischen nicht mehr über genug Einkommen, um einen Hypothekarkredit für ein Haus zum Medianpreis zu bekommen. Gleichzeitig ist der Zins für eine 30-jährige Festhypothek mit knapp 7% weiterhin recht hoch. Damit rückt der wohl grösste Ausgabeposten in immer weitere Ferne. Wozu also noch Geld auf die Seite legen?

Drittens wähen sich die Konsumenten zusehends in Sicherheit. Während vergangener Rezessionen eilte die US-Regierung jeweils mit grosszügigen Stimulus-Paketen zu Hilfe. Viele scheinen anzunehmen, dass sie dies auch in Zukunft tun wird. Ein weiterer wichtiger Aspekt sind die sogenannten Überschuss-Ersparnisse der Konsumenten. Auch wenn diesbezügliche Daten schwierig zu erfassen und revisionsanfällig sind, ist davon auszugehen, dass die Verbraucher über mehr Ersparnisse verfügen als ursprünglich vermutet.

Hinzu kommen anderweitige positive Vermögenseffekte. Wer in den letzten fünf Jahren in Aktien oder Immobilien investiert war, konnte sich über satte Wertzuwächse freuen. Dies dürfte die Ausgabefreudigkeit gestützt haben. Doch der Grossteil dieser Vermögen bleibt illiquid, denn die meisten Eigentümer halten angesichts der weiterhin hohen Finanzierungskosten beim Wechsel in eine neue Hypothek an ihren bestehenden Immobilien fest.

Auch sind die privaten US-Haushalte heute besser aufgestellt als früher. Ihre Schuldendienstquote lag im dritten Quartal 2023 mit rund 5,8% etwa im gleichen Rahmen wie vor der Pandemie. Dies dürfte nicht zuletzt auch darauf zurückzuführen sein, dass sich viele Konsumenten während der Phase niedriger Zinsen günstige Finanzierungsbedingungen sicherten und sie die höheren Zinsen jetzt nur bedingt zu spüren bekommen.

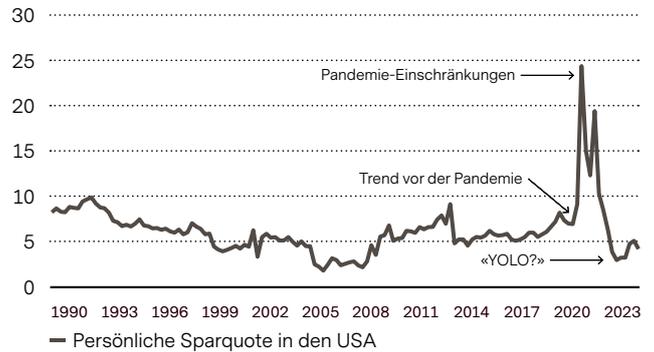
Von «YOLO» zu «YOYO»?

Einiges spricht jedoch dafür, dass statt «YOLO» bald «YOYO» («you're on your own») gelten könnte. Zum einen sind die Bedingungen für Kredite weiterhin streng (Grafik 2). Zum anderen sind die Kosten für die Aufnahme neuer Schulden empfindlich hoch – der durchschnittliche Kreditkarten-Zins betrug im vierten Quartal 2023 über 21%. Zudem bezweifeln wir, dass die US-Regierung dieses Jahr grosse fiskalische Anreize schaffen wird. Im Hinblick auf die bevorstehenden US-Wahlen am 5. November ist unwahrscheinlich, dass der gespaltene Kongress signifikante Mehrausgaben verabschiedet wird. Weder die Demokraten noch die Republikaner dürften sich zu gegenseitigen Zugeständnissen veranlasst sehen.

Der wichtigste Grund ist und bleibt aber der im historischen Vergleich immer noch robuste Arbeitsmarkt (Grafik 3). Solange dieser sich nicht merklich abschwächt, ist ein Einbruch des Konsums – und damit auch des Wirtschaftswachstums – unwahrscheinlich. In unserem Basisszenario gehen wir jedoch davon aus, dass er nachgeben wird. Denn die Unternehmen stutzen nun langsam, aber sicher ihre Investitionspläne zurück, streichen offene Stellen und senken die Preise. In der Folge dürfte die Arbeitslosigkeit steigen und der Konsum sinken.

Grafik 1: Sparneigung schwindet nach den pandemiebedingten Einschränkungen

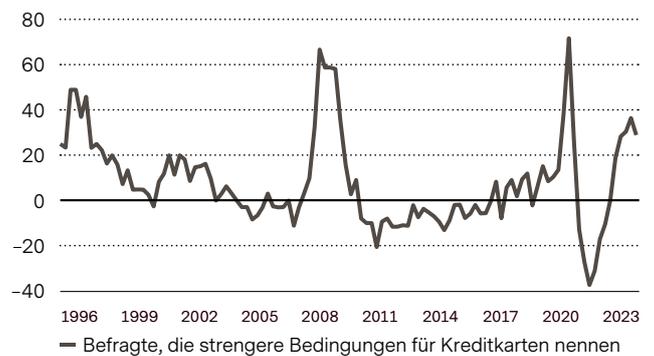
In % des verfügbaren Einkommens



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 11. Januar 2024

Grafik 2: Banken stellen strenge Bedingungen für Kredite

In %

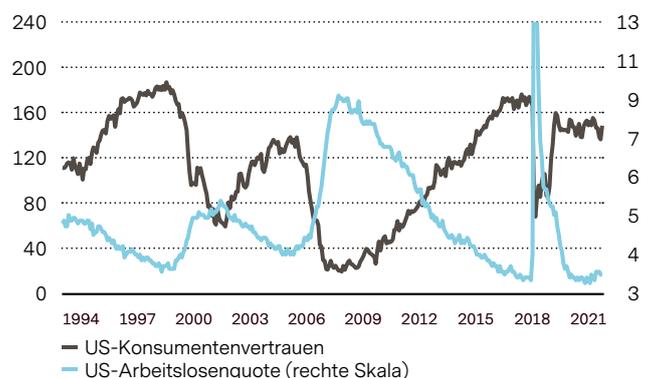


Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 11. Januar 2024

Grafik 3: Alles steht und fällt mit dem Arbeitsmarkt

Index

In %



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 11. Januar 2024



Scheinwerfer auf die immer greifbarere digitale Revolution in Lateinamerika

«Nur Bares ist Wahres» ist ein weltweit bekanntes Sprichwort und kaum irgendwo relevanter als in Lateinamerika (LatAm). Die dortige Bevölkerung zählt geschätzt rund 650 Millionen Menschen (Weltbank, 2022)¹. Doch was ihren Zugang zu Banken und Finanzdienstleistungen angeht, liegt LatAm weit hinter den meisten anderen Regionen der Welt zurück (Grafik 1).



—
Anthony Corrigan
 Client Portfolio Manager mtX,
 Vontobel

Tatsächlich haben laut Zahlen der Weltbank erstaunliche 120 Millionen Menschen in LatAm (26% der Bevölkerung im Alter von 15 Jahren oder älter) keinen Zugang zu Bankdienstleistungen. Das heisst, sie verfügen über kein Bankkonto bei einem Finanzinstitut oder einem Anbieter mobiler Zahlungsdienstleistungen. Rechnet man jene Personen mit dazu, die keinen ausreichenden Zugang zu Banken haben, überrascht es wenig, dass ein bedeutender Teil der Transaktionen nach wie vor in bar abgewickelt werden. Ein Forbes-Artikel² schätzt den entsprechenden Prozentsatz für 2022 auf satte 58% der Einkäufe an den Verkaufsstellen.

Eine detailliertere Zahlen-Aufschlüsselung zeigt, dass zwischen den einzelnen Ländern der Region grosse Unterschiede bestehen. Mexiko, bevölkerungsmässig das zweitgrösste Land mit fast 128 Millionen Einwohnern, ist in Sachen Zugang zu Bankdienstleistungen ein Nachzügler (auch wenn die Daten für Mexiko etwas älter sind und sich der Abstand zu den anderen lateinamerikanischen Ländern inzwischen möglicherweise etwas verringert hat). In Brasilien, dem grössten Land der Region mit einer Bevölkerung von 215 Millionen Menschen, ist das Problem zwar nicht so akut, es besteht aber dennoch weiterhin wesentliches Verbesserungspotenzial im Vergleich zu den grössten Industrieländern wie den USA, Frankreich und Deutschland.

Problem und Chance

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass eine derartige Situation ernsthafte sozioökonomische Probleme aufwirft und eine der Prioritäten der Ziele für eine nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen (UN SDGs) untergräbt. Diese wollen sicherstellen, dass alle Menschen gleiche Rechte haben, wenn es um wirtschaftliche Ressourcen, einschliesslich Finanzdienstleistungen, geht (Ziel 1: keine Armut). Die Probleme, vor welche das Fehlen eines angemessenen Zugangs zu Finanzdienst-

leistungen einen grossen Teil der Bevölkerung stellt, sind weitreichend und vielfältig. So haben Millionen von Menschen keinen Zugang zu Konsumkrediten (z.B. Kreditkarten, Privatkredite), keine Ersparnisse oder Anlagen für das Rentenalter, keinen Online-Zugang zu Waren und Dienstleistungen, keine Sicherheit bei Transaktionen, sie fahren ohne oder mit unzureichender Versicherung Auto und geraten in Nöte bei der Steuererhebung.

Die naheliegende Lösung des Problems sind die Banken der Region. Wir stellen jedoch fest, dass diese sich in Ländern wie Brasilien traditionell auf den reichsten Teil der Gesellschaft konzentrieren. Es gibt aber einen zunehmenden FinTech-Trend in LatAm, der eine wichtige Triebfeder sein könnte, um zum Rest der Welt aufzuschliessen. Wenn der Anteil der Bevölkerung ohne Zugang zu Banken sinkt, wird es viele Gewinner geben (Konsumenten, Kreditgeber und lokale Händler eingeschlossen). Unseres Erachtens wird es aber eine Gruppe von Unternehmen geben, die erheblich davon profitieren könnte.

Mehr E-Commerce

Aufgrund des erheblichen Anteils an Transaktionen, die immer noch in bar getätigt werden, überrascht es nicht, dass die Penetrationsrate des E-Commerce in LatAm hinter Welt zurückliegt. Gemäss den Schätzungen im Goldman Sachs eCommerce Handbook (Grafik 2)³ liegt die Online-Penetration in LatAm für 2022 bei rund 19% und damit unter dem weltweiten Durchschnitt ohne China von rund 25%.

Die Pandemie Anfang 2020 zwang jedoch viele Menschen in LatAm, online zu gehen. In einem Artikel aus Latin America Reports⁴ wird geschätzt, dass in LatAm zu Beginn der Pandemie 13 Millionen Menschen erstmals eine Online-Transaktion tätigten. Aufgrund dieser neuen Mentalität so vieler Menschen dürfte die Penetration des

¹ Quelle: [World Bank](#), Daten per 2022

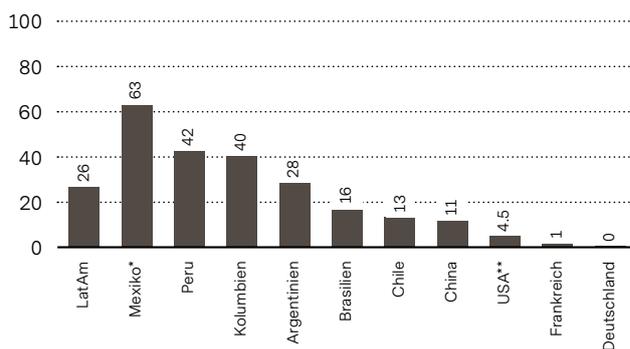
² Quelle: [Forbes article "FinTech Is Driving Financial Inclusion In Latin America"](#), publiziert am 18. Juli 2022

³ Quelle: 2023 Global eCommerce Handbook: [Navigating the Sector in a Changing Environment](#), Goldman Sachs Global Investment Research, 10. April, 2023

⁴ Quelle: Latin America Reports article "[The Importance of FinTech for the Future of Latin America](#)", publiziert am 12. Dezember 2022

Grafik 1: LatAm liegt beim Zugang zu Banken und Finanzdienstleistungen hinter dem Grossteil der Welt

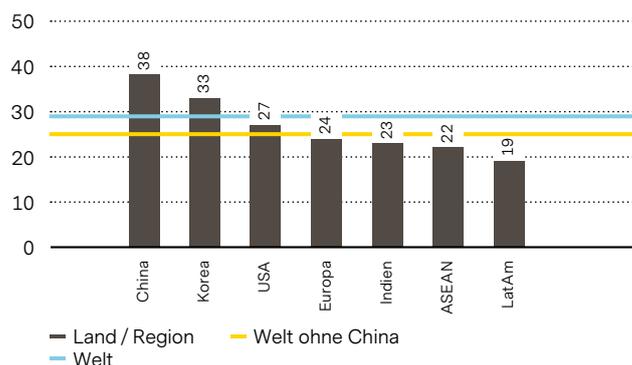
%-Anteil der Bevölkerung ohne Zugang zu Banken / Finanzdienstl.



Quelle: The World Bank and Federal Deposit Insurance Corporation, Daten Ende 2021, mit Ausnahme Mexikos. * Zahl datiert von 2017. ** Prozentsatz der US-Haushalte

Grafik 2: LatAm ist auch bei der Online-Penetration im Hintertreffen

E-Commerce-Penetration nach Region in % (Schätzungen für 2022)



Quelle: 2023 Global eCommerce Handbook: Navigating the Sector in a Changing Environment, Goldman Sachs Global Investment Research, 10. April 2023.

E-Commerce-Sektors in LatAm ein solides jährliches Wachstum gegenüber dem aktuellen Niveau verzeichnen (Grafik 3).

Nimmt der Gewinner alles?

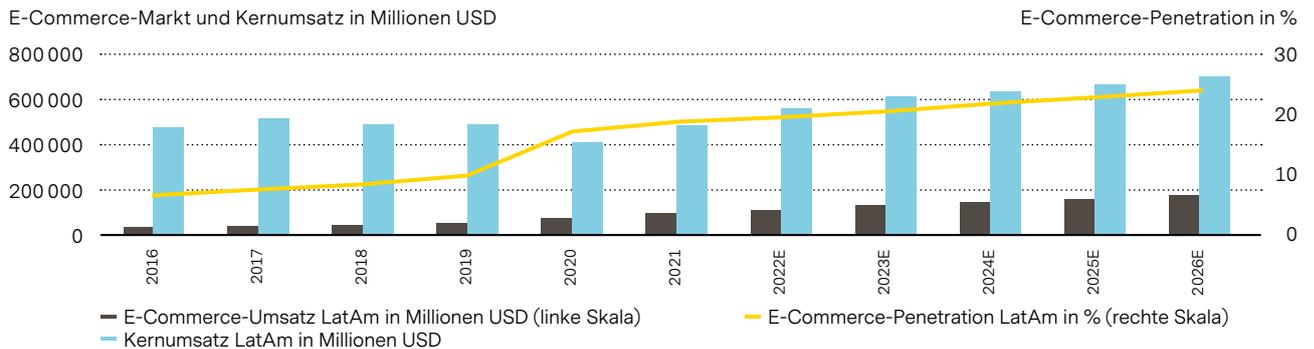
Nicht ganz, aber der E-Commerce-Markt in LatAm ist recht konzentriert. 2022 hielten die drei grössten Akteure einen geschätzten Marktanteil von 42%. In Brasilien, das den Löwenanteil des E-Commerce-Marktes in LatAm ausmacht (rund 41% laut einer Studie von Goldman Sachs), dominieren diese Marktführer sogar noch stärker mit einem Marktanteil von 59%. So dominant zu werden ist nicht einfach, und Nachahmer, welche die etablierten Unternehmen verdrängen wollen, müssten erhebliche Summen investieren, um auf dem Markt Fuss zu fassen.

Diese Unternehmen sind einzigartig positioniert, um ihren Kunden kurzfristige Kredit-Fazilitäten anzubieten und dadurch immer mehr Menschen Zugang zu Finanzdienstleistungen zu verschaffen, da sie sich im Gegensatz zu den Banken nicht auf die Reichsten der Gesellschaft konzentrieren. Ihre grossen Marktanteile und ihr einzigartiger Zugang zu Kundendaten ermöglichen ihnen, bei der Vergabe von Kredit-Fazilitäten gezielt vorzugehen, was auch aus Renditeüberlegungen wichtig ist. Durch die Ausweitung der Kredit-Fazilitäten binden sie ihre Kunden zudem stärker in ihre Ökosysteme ein, was für die Kundentreue entscheidend ist. So können sie das Wachstum vorantreiben und die operative Profitabilität steigern.

Vom Füllen der Lücke des fehlenden Banken-Zugangs in LatAm können neben dem E-Commerce auch andere Branchen profitieren, indem sie wichtige Finanzdienstleistungen und Schutzprodukte anbieten. Zum Beispiel Versicherer. Obwohl alle Brasilianer über das öffentliche Gesundheitssystem versichert sind, hat laut Statistik weniger als ein Viertel von ihnen Zugang zu privaten Gesundheitseinrichtungen. Diese sind in der Regel moderner und die Wartezeiten dort sind kürzer. Das kann bei lebensbedrohlichen Krankheiten wie Krebs entscheidend sein. Viele der grösseren Versicherer in LatAm bieten meist eine umfassende Liste an Schutzprodukten an (wie Spar-, Lebens- und Fahrzeug-Versicherungsprodukte) und stellen Konsum- und Bildungskredite zur Verfügung. Diese Unternehmen können ebenfalls von einem soliden Wachstum profitieren, vor allem, weil mehr Menschen aus der Kategorie «Kein Zugang zu Banken» herausfallen und offener dafür sind, die verschiedenen Arten der ihnen zur Verfügung stehenden Finanz- und Schutzprodukte sowie die unterschiedlichen Wege für deren Erwerb zu erkunden.

Welches sind die Hauptrisiken?

Wie bei allen Anlagen gibt es keine Gewissheit über deren künftige Ergebnisse und es bestehen Risiken, die ernst zu nehmen sind. Dazu gehören ein verschärfter Wettbewerb und Misserfolge der beteiligten Unternehmen beim Umsetzen ihrer Strategien. Die zunehmende Regulierung ist ein weiteres Risiko, das wir nicht auf

Grafik 3: Bis 2026 dürfte die E-Commerce-Penetration in LatAm 24 % des Kernumsatzes erreichen

Quelle: 2023 Global eCommerce Handbook: Navigating the Sector in a Changing Environment, Goldman Sachs Global Investment Research, 10. April 2023.

die leichte Schulter nehmen sollten – gerade wenn wir uns vor Augen führen, was wir in anderen Teilen der Welt gesehen haben, wo die Behörden eingriffen, um den Einfluss der E-Commerce-Giganten auf Finanzdienstleistungen zu begrenzen (wie Alibaba und Ant Group in China). Doch selbst wenn grosse Länder wie Brasilien und Argentinien regelmässig ihre Vorschriften für private Finanzierungen und Kreditkarten-Forderungen überprüfen, scheint die Gefahr einer restriktiven Regulierung in LatAm vorderhand nicht akut zu sein. Denn in diesen Ländern ist die Nachfrage nach Krediten und anderen Finanzprodukten hoch. Ein Gesetz, das den Zugang einschränkt, würde als unbeliebt und schädlich für Konsum und Wirtschaftswachstum angesehen.

Bessere Zukunft?

LatAm scheint in Sachen Zugang zu Banken und Finanzdienstleistungen auf dem richtigen Weg zu sein. Das ist sehr positiv für die Gesellschaft. Die Pandemie hat in mancher Hinsicht Dinge beschleunigt, die ohnehin irgendwann stattgefunden hätten. Für die kommenden Jahre wird ein starkes Online-Wachstum erwartet. Es eröffnet attraktive Chancen für Unternehmen, die jenen Menschen, die noch keinen Zugang zu Banken haben, einen solchen verschaffen können. Wie erörtert, könnten die grössten Gewinner Unternehmen aus den Branchen E-Commerce und Versicherung sein. Hier sehen wir eine attraktive Branchen-Dynamik, welche der künftigen Profitabilität der zugehörigen Firmen Auftrieb verleihen könnte – genau das, was wir für unsere Kunden suchen.

10-jährige US-Staatsanleihe 2023 auf der Achterbahn



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Hoffnung auf Zinssenkungen, nachlassende Inflation und historische Renditedynamik: Die 10-jährige US-Staatsanleihe machte 2023 so einiges durch.

Während der turbulenten Bankenkrise im März sackte die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe zunächst auf einen Tiefstand von 3,3% ab, bevor sie im Oktober wieder auf 5% hochkletterte. Am letzten Handelstag des Jahres 2023 lag sie bei knapp 3,9%. Über das Gesamtjahr hat sie knapp einen Basispunkt gut gemacht. So konnte sie die Gesamrendite 2023 ins Positive drehen und eine in ihrer Geschichte noch nie vorgekommene Serie von drei aufeinanderfolgenden Negativjahren vermeiden (Grafik 1).

Die Inflation lässt offensichtlich nach, und die US-Notenbank Fed scheint bereit zu sein, im laufenden Jahr zu Leitzins-Senkungen überzugehen. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts nehmen die Fed Funds Futures sechs Zinssenkungen für das Jahr 2024 vorweg, eine Ziel-Bandbreite von 3,75–4% erwartend. Aus der Zusammenfassung der Fed-Wirtschaftsprognosen vom Dezember lässt sich schließen, dass die Vertreter der US-Notenbank im Schnitt von drei Zinssenkungen auf 4,75% ausgehen, während der typische von Bloomberg befragte Prognostiker in etwa vier Zinsschritte erwartet.

Weshalb nicht einhelliger Meinung?

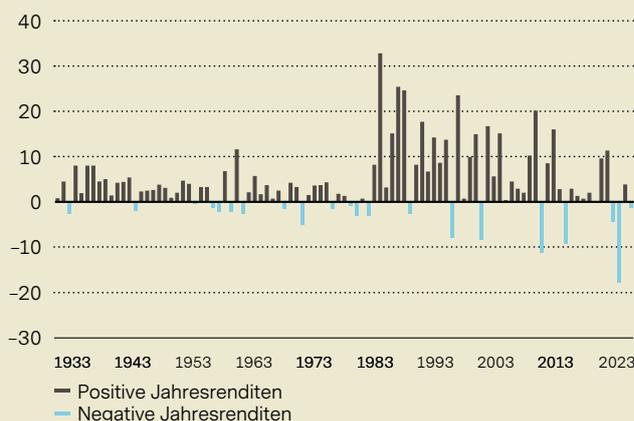
Einige Marktteilnehmer gehen weiterhin von einer harten Landung aus, bei der die US-Wirtschaft in eine Rezession abgleitet, und sichern sich dagegen ab. Der Markt für «Secured Overnight Financing Rate»-Optionen zeigt eine Wahrscheinlichkeit von rund 25% an, dass der Fed-Leitzins im Dezember 2024 bei 3% oder darunter liegen wird. Am wahrscheinlichsten sind wohl drei bis vier Zinssenkungen im laufenden Jahr.

Ein Rückblick auf das Ende der Zinserhöhungszyklen seit Anfang der 1980er Jahre könnte uns Anhaltspunkte zur künftigen Entwicklung der Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe geben. Die letzte Zinserhöhung fand am 26. Juli 2023 statt, also vor mehr als 170 Tagen. Damals lag die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe bei 3,9%, nicht weit entfernt vom aktuellen Niveau. In allen vorherigen Zinszyklen sank ihre Rendite jeweils nach der letzten Erhöhung. Wenn die historische Entwicklung als Hinweis dienen kann, dann könnte die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe am Ende dieses Jahres 100 Basispunkte tiefer notieren (Grafik 2).

Risikoreichere Anlagen rentierten im vergangenen Jahr aussergewöhnlich gut, Hochzinsanleihen besonders. Diese zeigten zuletzt allerdings Anzeichen einer abflauenden Dynamik. Steigende Renditeaufschläge könnten ihre erwartete Mehrrendite schmälern. Der aktuelle 12-Monats-Breakeven-Spread – ein Indikator für die Sicherheitsmarge von Unternehmensanleihen – ist in unseren Augen unattraktiv: Steigt der Renditeaufschlag auf dieses Niveau, wirft die Hochzinsanleihe über zwölf Monate keine Mehrrendite mehr ab gegenüber einer Staatsanleihe mit gleicher Laufzeit.

Grafik 1: 10-jährige US-Staatsanleihe: einem dritten Verlustjahr in Folge entwischt

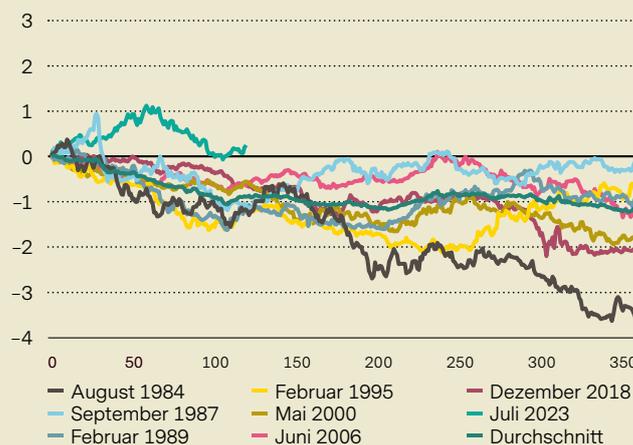
Jahresrendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe in %



Quelle: Bloomberg, Vontobel, Laurens Swinkels; Daten per 16. Januar 2024

Grafik 2: Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe: gleiches Muster wie bei früheren Zinserhöhungszyklen?

In Basispunkten



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 16. Januar 2024
Die Grafik zeigt die Rendite-Entwicklung der 10-jährigen US-Staatsanleihe jeweils nach dem Pausieren der Fed-Leitzins-Erhöhungen seit August 1984.

Denkwürdiges 2023 für Aktien



—
Mario Montagnani
 Senior Investment Strategist,
 Vontobel

Aktienanleger können auf ein denkwürdiges 2023 zurückblicken. Allen Widrigkeiten zum Trotz erzielten Aktien die beste absolute Rendite aller Anlageklassen. Dies in einem Jahr, in dem viele Marktbeobachter mit einer Rezession und einer möglichen zweiten Inflationswelle rechneten und davon ausgingen, Anleihen würden besser abschneiden als Dividendenpapiere. Die globalen Aktienmärkte beendeten das Jahr nahe bei ihren Rekordständen und lagen rund 20% über den durchschnittlichen Prognosen der Strategen.

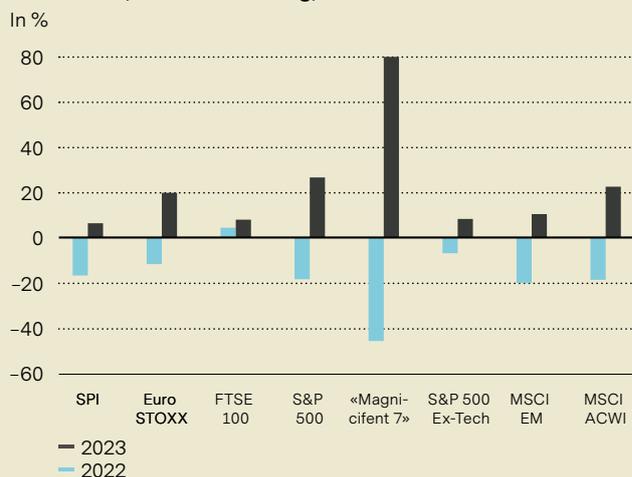
Die ab Ende Oktober 2023 solide Wertentwicklung von Aktien hielt im Dezember an, wenn auch weniger ausgeprägt als im November. Die schwächere Inflation und die Hoffnung auf eine baldige Kehrtwende der US-Notenbank Fed waren starke Triebfedern. Sie beflügelten das beeindruckende Comeback der Aktien, welche schliesslich ihre enttäuschende Entwicklung des Jahres 2022 sozusagen ins Gegenteil verkehrten (Grafik 1). Der S&P 500 Index legte 2023 mehr als 26% und der Euro Stoxx 50 Index fast 20% zu. Wir wiesen schon früher darauf hin, dass diese Zunahme wenigen Sektoren zu verdanken war, etwa dem vom Aufstieg der Künstlichen Intelligenz beflügelten Technologiesektor. Die sogenannten «Magnificent 7» – Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Nvidia,

Meta Platforms und Tesla – gewannen absolut mehr als 100% an Wert. Ohne Technologieaktien betrug die Rendite des S&P 500 Index 8%. In der Eurozone machten Technologie- und Finanzwerte rund 50% der absoluten Wertentwicklung des Index aus.

Wie sind wir für 2024 positioniert?

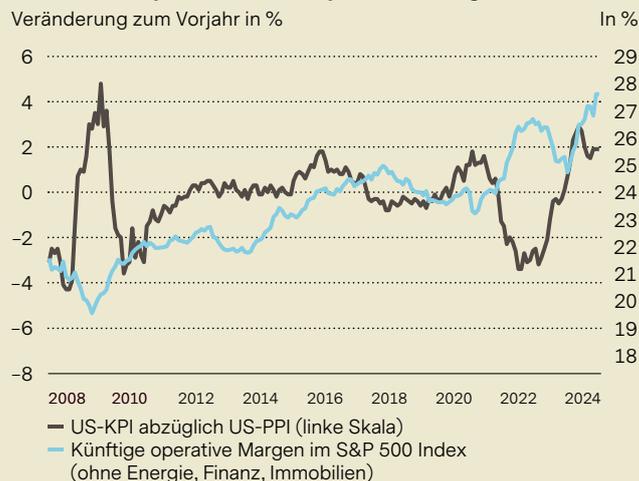
Wir bleiben bei unserer neutralen Haltung gegenüber Aktien, da wir unser Basisszenario einer Rezession im Jahr 2024 aufrechterhalten. In der Vergangenheit zog das Pausieren von Leitzins-Erhöhungen in den zwölf darauffolgenden Monaten jeweils positive Marktreaktionen nach sich. Die Bewertungen sind hoch, obgleich noch unterhalb ihrer Höchststände – gerade auch, wenn man bedenkt, dass im letzten Jahr nur wenige Sektoren Marktbewegungen bewirkten. Die Schätzungen der zukünftigen Gewinne wurden in den letzten zwölf Monaten im Schnitt um 15% gesenkt. Das für 2023 geschätzte reale Wachstum des Gewinns je Aktie gegenüber Vorjahr liegt jetzt in den meisten Märkten im Minus. Dies bedeutet eine günstige Vergleichsbasis für 2024. Ausserdem liegt in den Industrieländern der Produzentenpreisindex nun schon seit mehr als einem Jahr hinter dem Konsumentenpreisindex zurück. In der Vergangenheit stiegen dadurch jeweils die operativen Margen des verarbeitenden Gewerbes (Grafik 2). Dies könnte zu positiven Gewinnüberraschungen führen und die Auswirkungen einer Rezession mildern. Wichtige Triebfeder wird aber die Kehrtwende der Zentralbanken sein. Wir belassen unsere taktische Aktien-Allokation regional diversifiziert und bevorzugen weiterhin Qualitätsunternehmen mit hoher Profitabilität und gut vorhersehbaren Gewinnen, was Anleger vor allem bei Schweizer und US-Aktien finden können.

Grafik 1: Vergleich der absoluten Aktienrenditen 2002 und 2023 (in Lokalwährung)



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 18. Januar 2024

Grafik 2: Differenz zwischen Konsumenten- und Produzentenpreisindex vs. operative Margen



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 18. Januar 2024

Lage im Roten Meer im roten Bereich



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

2023 stand der Ölpreis unter dem Einfluss von Sorgen um ein langsames Wirtschaftswachstum, der Förderpolitik der Organisation erdölexportierender Länder und ihrer Verbündeten (OPEC+) sowie Spannungen in Nahost.

Die Nachfragesituation ist aktuell nicht allzu arg. Trotz vereinzelter Schwächen befindet sich der globale Ölverbrauch wieder auf dem gleichen Niveau wie vor der Pandemie. Das Problem ist vielmehr, dass das Angebot viel zu hoch ist. Angesichts der wiederholten Produktionskürzungen der OPEC+ haben Länder, die nicht dem Kartell angehören, ihre eigene Produktion hochgefahren (Grafik 1). Einige Mitglieder der OPEC+, wie der Iran und Russland, überraschten die Märkte zudem mit einer unerwartet hohen Fördermenge.

Gespernte Wasserstrassen als Extremrisiko

In den letzten Wochen richteten die Anleger ihr Augenmerk wieder auf den Nahen Osten, wo die Huthi-Rebellen Frachtschiffe im Roten Meer angriffen. Dies schürte Angst, der Konflikt könnte eskalieren und die Handelsströme unterbrechen. Besonders besorgniserregend ist die Lage in der Strasse von Bab al-Mandab als wichtiger Verbindung zwischen der afrikanischen und der

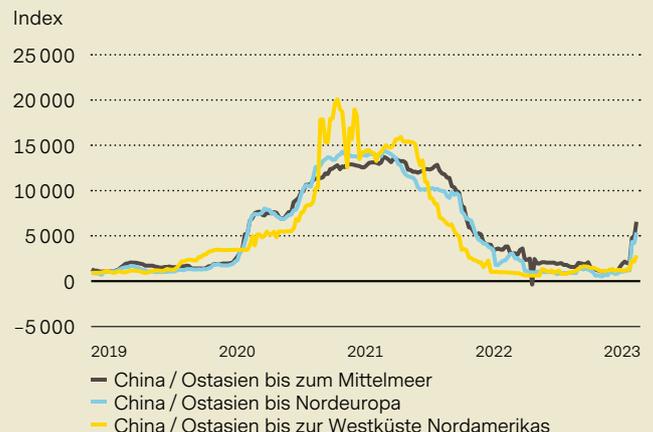
arabischen Halbinsel. Gemäss Daten des Analyse-Unternehmens Vortexa wurden von Januar bis November 2023 täglich rund 8,2 Millionen Barrel Öl über das Rote Meer transportiert, 2,9 Millionen davon nordwärts nach Europa, 3,9 Millionen südwärts nach Asien, der Rest waren Importe und Exporte innerhalb der Region. Laut Vortexa stammten rund 70% der Lieferungen Richtung Süden ursprünglich aus Russland. Bislang blieben die Frachttransporte nach Süden weitgehend von Angriffen verschont. Während Tanker mit russischem Öl weiterhin das Rote Meer durchqueren, nehmen andere inzwischen den Umweg via Kap der Guten Hoffnung. Deshalb dauern die Transporte jetzt länger (etwa zehn Tage mehr von Singapur nach Rotterdam) und kosten mehr (Grafik 2). Die Strasse von Hormus gilt als weltweit wichtigstes Öl-Nadelöhr, denn durch sie werden mehr als 20% der für den weltweiten Verbrauch bestimmten Erdöl-Mengen transportiert. Der Iran sicherte sich vor etwa fünf Jahrzehnten strategisch wichtige Inseln in dieser Meerenge. Jetzt wird befürchtet, dass er versuchen könnte, den Zugang zu ihr zu beschränken oder zu blockieren. Eine derartige Eskalation könnte den Öl-Preis deutlich nach oben treiben, ist aber nicht unser Basisszenario. Der Iran drohte in der Vergangenheit wiederholt damit, die Strasse von Hormus zu schliessen, tat es dann aber doch nicht (auch seine eigene Wirtschaft ist auf den Durchgang angewiesen). Selbst während des Ersten Golfkriegs von 1980 bis 1988, als der Iran und der Irak (beides OPEC-Mitglieder) gegenseitig ihre Schiffe angriffen, war die Durchfahrt noch möglich. Der Iran dürfte ferner auf seine wichtigsten Handelspartner, besonders China, Rücksicht nehmen. Bleibt ein Schock aus, dürfte sich der Ölpreis in einer Bandbreite von 70–85 US-Dollar pro Barrel bewegen.

Grafik 1: Unfreiwillige «Hilfe zur Selbsthilfe» durch OPEC+



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 19. Januar 2024

Grafik 2: Gestiegene Transportkosten



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 19. Januar 2024

Baldiger Schwenk bei US-Dollar und Schweizer Franken?



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Die Wertentwicklung des US-Dollar für 2023 insgesamt lag erstmals seit drei Jahren im Minus, da die US-Notenbank Fed das Ende ihres Straffungszyklus ankündigte. Ihre geänderte Haltung liess die Anleger hoffen, dass sie schon im März zu Leitzins-Senkungen übergehen könnte.

Der US-Dollar schloss das Jahr 2023 2,1% unter seinem Oktober-Hoch, gemessen am US Dollar Index (Grafik 1). Zum Auftakt des neuen Jahres gewinnt er wieder an Fahrt, nachdem etwas stärkere Konjunkturdaten die Erwartung schürten, die Fed könnte sich nun doch etwas mehr Zeit lassen mit Leitzins-Senkungen.

Da sich für die kommenden Quartale eine Verlangsamung der US-Wirtschaft abzeichnet, dürfte die seit drei Jahren anhaltende Dominanz des US-Dollar allmählich schwinden. Weil zudem die Inflation in den USA rascher sinkt als in den anderen G10-Ländern, dürfte die Fed ihre Geldpolitik vermutlich lockern. Dies könnte den Zinsvorteil des US-Dollar stärker schmälern als bislang erwartet.

Ambitionen für den starken Schweizer Franken und wirtschaftliche Realität

In den letzten zwei Jahren wirkte das Anliegen der Schweizerischen Nationalbank (SNB), den Schweizer Franken (CHF) zu stärken, hauptsächlich positiv für die Landeswährung. Der Rückgang der Inflation und die Verlangsamung der Wirtschaft könnten dieses Ziel allerdings zusehends infrage stellen. Die Interventionen der SNB beliefen sich im Jahr 2022 auf insgesamt CHF 22 Milliarden und schwollen bis zum Ende des dritten Quartals 2023 auf CHF 110 Milliarden an (Grafik 2).

Im dritten Quartal verringerte die SNB ihre Devisenverkäufe geringfügig, da sich der Wechselkurs des Schweizer Francs zum Euro und zum US-Dollar den aktuellen Höchstständen näherte. Von Juli bis September verkaufte sie Fremdwährungen im Wert von insgesamt CHF 37,6 Milliarden und damit weniger als die CHF 40,3 Milliarden vom Vorquartal.

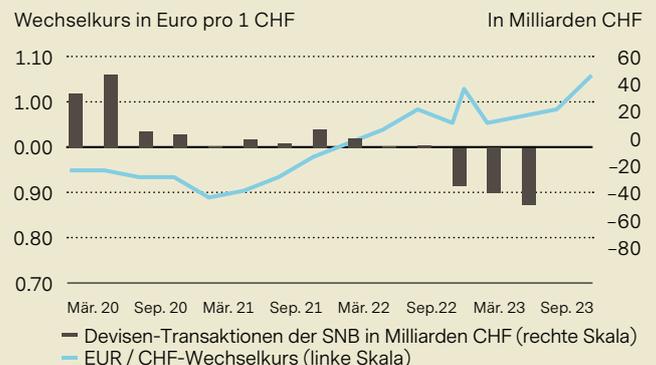
Indem sie ihre eigene Währung kauft und Devisenreserven verkauft, stärkt die SNB den jeweiligen Wechselkurs und verschlankt gleichzeitig ihre umfangreiche Bilanz. Dieses Vorgehen trug massgeblich dazu bei, dass die Schweizer Wirtschaft den weltweiten Inflationsschub nicht so ausgeprägt spürte. SNB-Präsident Thomas Jordan äusserte allerdings Bedenken hinsichtlich einer weiteren Erstarkung des Francs. In seiner Rede beim Weltwirtschaftsforum in Davos Ende Januar deutete er an, dass eine solche Folgen haben könnte für die Fähigkeit der SNB, die Inflation in der Schweiz über Null zu halten. Dies weckte Spekulationen, die SNB könnte ihren Leitzins früher senken als andere Zentralbanken oder gar Massnahmen ergreifen, um die Frankenaufwertung zu begrenzen.

Grafik 1: US-Dollar beendet das Jahr 2023 schwächer



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 18. Januar 2024

Grafik 2: SNB verkauft weiterhin Devisen



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 18. Januar 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	3,4	2,2	2,5
Eurozone	3,4	0,5	0,0	0,6	1,4
USA	1,9	2,4	2,9	1,3	1,7
Japan	1,0	2,0	1,5	0,8	1,0
Grossbritannien	4,5	0,4	0,3	0,4	1,2
Schweiz	2,7	0,8	0,4	1,2	1,5
Australien	3,8	1,9	2,1	1,5	2,3
China	3,0	5,2	5,2	4,5	4,3

INFLATION	2022	2023	AKTUELL²	KONSENS 2024	KONSENS 2025
Global (G20)	7,5	4,4	3,6	5,0	3,20
Eurozone	8,4	5,5	2,9	2,3	2,10
USA	8,0	4,1	3,4	2,6	2,30
Japan	2,5	3,2	2,6	2,3	1,70
Grossbritannien	9,1	7,4	4,0	2,8	2,10
Schweiz	2,8	2,2	1,7	1,6	1,40
Australien	6,6	5,7	5,4	3,6	2,90
China	2,0	0,3	-0,3	1,4	1,75

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR	2,50	4,50	4,50	4,20	3,35
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	1,61	1,15
AUD	3,10	4,35	4,35	4,40	3,75
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)	2,56	2,02	2,34	2,20	2,24
USD	3,88	3,88	4,16	3,94	3,68
JPY	0,42	0,60	0,67	0,85	0,95
GBP	3,66	3,53	3,92	3,81	3,59
CHF	1,58	0,65	0,90	0,89	0,97
AUD	4,05	3,96	4,29	4,20	3,80

WECHSELKURSE	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
CHF je EUR	0,99	0,93	0,95	0,97	-
CHF je USD	0,94	0,84	0,87	0,88	-
CHF je 100 JPY	0,72	0,60	0,59	0,63	-
CHF je GBP	1,12	1,07	1,10	1,11	-
USD je EUR	1,06	1,10	1,09	1,11	-
JPY je USD	130,00	141,00	148,00	140,00	-
USD je AUD	0,67	0,68	0,66	0,68	-
GBP je EUR	0,88	0,87	0,86	0,88	-
CNY je USD	6,91	7,10	7,19	7,10	-

ROHSTOFFE	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
Brent-Rohöl, USD je Barrel	86	77	79	82,5	83
Gold, USD je Feinunze	1824	2063	2028	2033	2100
Kupfer, USD je Tonne	8372	8559	8310	8450	9000

¹ Neuste verfügbare Quartalsdaten

² Neuste verfügbare Monatsdaten, G20-Daten nur vierteljährlich

Quelle: Vontobel, jeweilige Statistikämter und Zentralbanken, Stand: 19. Januar 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

