

Vontobel

Investors' Outlook

Ein böses Erwachen

Oktober 2023



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Ein prägender September?

6 Markt-Highlights

Die Stimulus-Uhr in den USA tickt

8 Viewpoint

Das China-Paradoxon

12 Anlageklassen im Fokus

16 Prognosen

Herausgeber

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Redaktion

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

Autoren*

Marc Bindschädler,
Client Portfolio Manager for mtX,
Conviction Equities Boutique,
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 & FX Strategist,
Vontobel

Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Dan Scott,
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Erscheinungsweise

Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe November 2023)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

26. September 2023

Bemerkungen

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

Ein böses Erwachen



Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Geschätzte Leserschaft

Der September schlug in die Marktdynamik ein wie ein Blitz aus heiterem Himmel.

Neben den bestehenden Bedenken der Anleger zur Inflation, einer Rezession und einem möglichen Fehlschritt der Zentralbanken, indem sie die Zinsen zu lange auf ein zu hohes Niveau treiben, gerieten die Weltwirtschaft und Entscheidungsträger an einen weiteren Stolperstein: steigende Ölpreise.

Saudi-Arabien und Russland nutzten ihre Marktmacht und verlängerten die Drosselung der Ölproduktion bis Dezember. Dies zeigt, dass die jetzigen und voraussichtlichen BRICS-Staaten in der Lage sind, sich durch die Kontrolle der Energiepreise Gehör zu verschaffen, und erinnert uns daran, wie eng Rohstoffe und Politik miteinander verwoben sind.

Während Risikoanlagen noch einigermaßen gut bewertet werden, könnte sich der Ölpreisanstieg als kalte Dusche für die Zentralbanken erweisen, die die Inflation allmählich als ausreichend eingedämmt erachten, um nach den aggressivsten Zinserhöhungen der letzten vier Jahrzehnte eine Pause einlegen zu können.

Die wichtigste Frage ist jedoch, welche Auswirkungen dies haben wird, da das Bild dieses Mal anders umrahmt ist. Werden die steigenden Energiepreise die Fortschritte bei der Eindämmung der Inflation zunichtemachen und zu einem erneuten Anstieg der Konsumentenpreise führen? Werden sie das Wirtschaftswachstum belasten? Und ist die Stagflation – ein Wort, das wir alle nicht hören wollen – wieder auf dem Tisch, wie es immer mehr Marktbeobachter bereits verlauten lassen?

Zwar machen wir uns (noch) keine allzu grossen Sorgen über einen deutlichen Preisanstieg, dennoch wirkt sich der steigende Ölpreis bereits auf die Inflationsdaten aus. Wir glauben aber, dass die Zentralbanken – zumindest vorerst – über diese temporären Preisanstiege hinweg-

sehen, da sie sich hauptsächlich auf die Kerninflation konzentrieren, welche zurückgegangen ist. Die US-Notenbank Fed hat auf ihrer Septembersitzung die Zinsen auf ihrem Niveau belassen, und obwohl der Vorsitzende Jerome Powell signalisierte, dass sich die Zinserhöhungen dem Ende zuneigen, deutete er auch an, dass im nächsten Jahr ein anhaltend hohes Zinsniveau möglich sein wird, da eine weiche Landung in den USA immer wahrscheinlicher wird.

Wir rechnen weiterhin mit einer Rezession zu Weihnachten oder zum neuen Jahr und mit den ersten Zinssenkungen zu einem späteren Zeitpunkt im Jahr 2024. Der Kampf gegen die Inflation hat jedoch ihren Preis, und die Wirtschaft zeigt bereits die ersten Anzeichen von Schwäche. Wir glauben auch, dass die Anleger ihr Hauptaugenmerk von der Inflation auf das Wachstum und die bevorstehende Rezession verlagern werden, zumal die Faktoren, die die Wirtschaft bisher gestützt haben, langsam nachlassen.

In diesem Investors' Outlook werfen unsere Kollegen in der Conviction Equities Boutique die Frage auf, ob es an der Zeit ist, China aus einer Einzelallokation für Schwellenländeraktien herauszulösen und eine eigenständige Position einzunehmen, während sie das Paradoxon analysieren, dass China zugleich dominant und unterrepräsentiert ist. Ausserdem erfahren Sie mehr über die Haushaltsausgaben der USA und unsere Entscheidung, unsere Positionierung vorerst beizubehalten.

Unabhängig davon, ob die Hausse bei den Ölpreisen bestehen bleibt oder nicht, wir behalten bei allen Erschütterungen des Systems eine ruhige Hand.

→ Webcast

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

4 Anlagestrategie



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Ein prägender September?

Der September begann mit einer Überraschung, die für die Marktentwicklung in dem Monat den Ton angeben hat. Die Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) kündigte an, ihre Drosselung der Ölförderung bis zum Jahresende beizubehalten – länger als von den Anlegern erwartet. Dies erinnerte daran, dass der Kampf gegen die Inflation von Volatilität geprägt und noch nicht gewonnen ist.

Ein Blick auf die Verbraucherpreise in den USA zeigt einen Anstieg von 3,2% im Juli auf 3,7% im August. In der Eurozone lag die Inflation bei 5,2%. Sie fiel damit etwas niedriger aus als ursprünglich erwartet, lag aber immer noch weit über dem Zielwert. Die Auswirkungen der Geldpolitik werden in der Wirtschaft jedoch erst nach und nach spürbar.

Das bedeutet, dass sich zumindest bei den Unternehmen langsam, aber sicher Stress aufzubauen beginnt. In den ersten acht Monaten des Jahres 2023 gerieten 69 US-Unternehmen mit ihren Schuldenzahlungen in Verzug, was einem fast dreifachen Anstieg gegenüber dem Vorjahreszeitraum entspricht. Allein im August wurden 16 Zahlungsverzüge verzeichnet, die höchste Zahl seit 2009. Weitere Zahlungsverzüge sind zu erwarten.

Das globale Wirtschaftswachstum bleibt insgesamt schwach und regional uneinheitlich. Während die USA noch relativ gut dastehen, haben andere Länder zu kämpfen. Die chinesische Wirtschaft steht vor verschiedenen Problemen, die von einer gedämpften Inlandsnachfrage bis hin zu einem kränkelnden Immobiliensektor reichen. Auch die Eurozone befindet sich in einem Abschwung. Besonders betroffen ist Deutschland, die grösste europäische Volkswirtschaft.

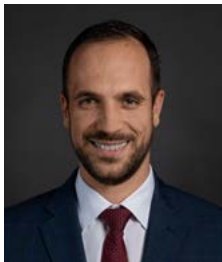
Wir gehen nach wie vor davon aus, dass eine Rezession bevorsteht und dass Ökonomen und Märkte zu optimistisch sind, was das zukünftige Wirtschaftswachstum angeht. Das bedeutet, dass sich die politischen Entscheidungsträger der Zentralbanken früher als erwartet gezwungen sehen dürften, ihren Kurs zu ändern.

Da wir mit unserer aktuellen Portfoliopositionierung zufrieden sind, sehen wir im Moment keinen Grund für Änderungen. Die Details unserer Asset Allocation finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität			→			Wir behalten unsere neutrale Liquiditätsposition bei, beobachten jedoch aufmerksam die jüngste Konsolidierung des Marktes und halten uns bereit, Chancen zu ergreifen, wenn sie sich auftun.
2 Anleihen			→			Wir bleiben neutral für Anleihen und behalten unsere Einschätzung aller Sub-Anlageklassen bei. Der Ausverkauf auf dem Markt für Staatsanleihen im August ging zum Teil auf einen Anstieg bei den Anleiheemissionen zurück, der wichtigste Faktor jedoch war der Markt, der seine Erwartungen hinsichtlich der Trends in der Geldpolitik angepasst hat. Wir glauben, dass die US-Notenbank Fed kurz davor steht, die aggressivste geldpolitische Straffung in 40 Jahren zu beenden. Daher sollten auch die Renditen von Staatsanleihen sinken. Wir behalten unser Übergewicht in Staatsanleihen bei, was sich auszahlen sollte, wenn sich das Wirtschaftswachstum und die Zinsen abschwächen. Wir halten, aufgrund attraktiver Renditeaufschläge und unserer Erwartung eines schwächeren US-Dollars im Jahr 2024, an einem leichten Übergewicht in Schwellenländeranleihen in Hartwährung fest. Wir bleiben für Investment-Grade-Anleihen neutral und bei Hochzinsanleihen untergewichtet, da wir denken, dass die Bewertungen ein zu optimistisches wirtschaftliches Szenario widerspiegeln.
3 Aktien			→			Wir bleiben bei Aktien neutral und behalten diese Ansicht auch auf regionaler Ebene bei, nicht nur, weil wir eine Rezession erwarten, sondern auch, weil die Zentralbanken Liquidität aus dem System abziehen. Dies ist in der Regel nicht aktienfreundlich und verspricht unattraktive Risikoprämien für Aktien bei recht hohen Bewertungen. Die Erwartungen der Analysten sind unserer Meinung nach etwas zu optimistisch, insbesondere was Aktien aus der Eurozone angeht, wo wir doppelt untergewichtet sind. In der Eurozone spielen zyklische Sektoren eine wichtigere Rolle als in anderen Aktienmärkten von Industrienationen. Im aktuellen Umfeld ziehen wir defensive Regionen mit strukturellem Wachstum und hoher Qualität vor, die eine solide Gewinnvisibilität zeigen. Wir glauben, dass sich die meisten dieser Qualitäten in den USA und in der Schweiz finden lassen, wo wir an unserem Übergewicht festhalten.
4 Gold				→		Bei Gold bleiben wir leicht übergewichtet, da wir zum Jahresende weiterhin eine Rezession in den USA und eine deutliche Senkung des Leitzinses durch die Fed für das erste Quartal 2024 erwarten. Der Goldpreis sollte von einem möglichen Höchstwert beim Kurs des US-Dollars und von sinkenden Realzinsen profitieren.
5 Rohstoffe			→			Rohstoffe konnten in letzter Zeit einige Verluste wettmachen, was fast ausschliesslich auf den Energiesektor zurückzuführen ist (Verknappung des Angebots durch die Erzeuger, Mangel an Ausgleichsproduzenten, fortschreitende Abnahme der Lagerbestände). Während Aufwärtsrisiken innerhalb des Energiesektors eine Übergewichtung von Rohstoffen rechtfertigen, sprechen unsere Erwartung einer drohenden US-Rezession und niedrigere Anleiherenditen gegen diese zyklische Anlageklasse, ebenso wie die immer noch sehr schwache chinesische Wirtschaft (China ist ein wichtiger Rohstoffverbraucher). Wir halten an unserer neutralen Einschätzung von Rohstoffen fest.
6 Alternative Strategien			→			Unsere negative Einschätzung alternativer Fonds und unsere neutrale Haltung gegenüber Immobilien bleiben unverändert und sorgen für eine neutrale Positionierung gegenüber alternativen Strategien.

Die Stimulus-Uhr in den USA tickt

In den vergangenen Monaten verging kaum ein Tag, an dem eine mögliche US-Rezession nicht in aller Munde war. Die einen wiesen auf die stark invertierte Zinskurve hin, die anderen auf schwächelnde Leitindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes. Wieder andere zitierten die New York Federal Reserve, deren Modelle eine über 60%-ige Rezessionswahrscheinlichkeit voraussagten. Allen Unkenrufen zum Trotz ist die «meisterwartete Rezession aller Zeiten» jedoch noch nicht eingetreten.



Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

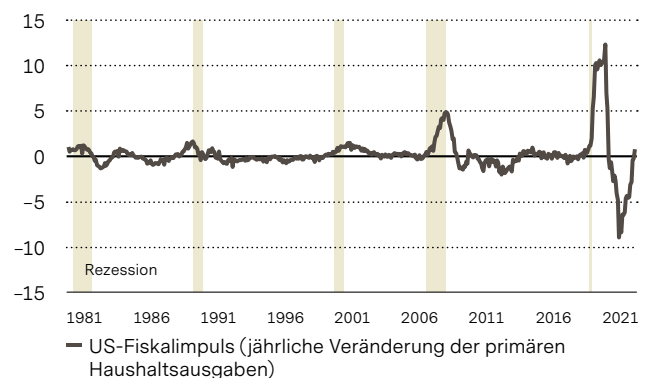
Auf den ersten Blick sind die Gründe hierfür schnell gefunden. Der Arbeitsmarkt ist robuster als erwartet – die Unternehmen halten fürs Erste an ihren bestehenden Mitarbeitern fest oder stellen sogar neue ein. Dasselbe gilt für den privaten Konsum, der ein ums andere Mal positiv überrascht. Es gibt jedoch noch einen dritten Faktor, der aktuell (noch) wenig Beachtung findet: Unterstützung in Form von fiskalischem Stimulus.

Dieser fiskalische Stimulus überrascht. Wäre es nach Donald Trumps Steuersenkungen (seit 2017) und den grosszügigen pandemiebedingten Konjunkturpaketen (seit 2020) nicht an der Zeit, den Gürtel enger zu schnallen? Nicht zuletzt auch im Hinblick auf den starken Arbeitsmarkt – wozu braucht es eine stimulierende Fiskalpolitik, wenn der Arbeitsmarkt auch von allein läuft? Bei einem Blick auf Staatsausgaben ohne Zinszahlungen wird deutlich, dass der fiskalische Impuls im zweiten Quartal 2023 ins Positive gedreht hat. Dies hat einen positiven Wachstumsimpuls zur Folge (Grafik 1).

Für die Verschlechterung des US-Fiskaldefizits gibt es mehrere Gründe. Einerseits hatte «Uncle Sam» in den vergangenen Monaten erhebliche Mehrausgaben zu stemmen. Beispiele hierfür sind höhere Ausgaben in den Bereichen Bildung (Erlass von Studiendarlehen), Gesundheit (Medicare), nationale Verteidigung (Ukraine-Krieg),

Grafik 1: Der fiskalische Impuls der USA wurde im 2. Quartal 2023 positiv

In % des Bruttoinlandsprodukts



Quelle: LSEG, Vontobel

sowie soziale Sicherheit. Gleichzeitig sprudeln die Staatseinnahmen nicht mehr so üppig wie früher. Während sich die USA insbesondere in den letzten Jahren über satte Kapitalgewinne (und die darauf erhobenen Steuern) freuen konnte, hat sich der Anstieg der Steuereinnahmen mit der durchgewachsenen 2022-Finanzmarktpformance umgekehrt.

Weniger Hilfe von «Uncle Sam» in Sicht

Auch 2024 dürfte es aufgrund bereits beschlossener Haushaltsgesetze weitere fiskalische Impulse geben. Man denke nur an den «Creating Helpful Incentives to Produce Semiconductors and Science Act» (CHIPS Act), der Investitionen in inländische Halbleiterproduktionskapazitäten ankurbeln soll, den «Infrastructure Investment and Jobs Act», der auf Strassen, Brücken, und Wasserinfrastruktur abzielt, oder den «Inflation Reduction Act», der Investitionen in saubere Energie und Forschung und Entwicklung verspricht. Diese bereits beschlossenen Ausgaben dürften unabhängig vom Ausgang der US-Wahlen (am 5. November 2024) geschehen.

Wir gehen jedoch davon aus, dass der Höhepunkt des fiskalischen Impulses bald erreicht sein dürfte. Hierfür gibt es mehrere Gründe. Erstens sehen die amerikanischen Wähler Defizitausgaben zunehmend kritischer. Einer Umfrage von Pew Research Center zufolge ist der Anteil der Öffentlichkeit, der sagt, dass die Verringerung des Haushaltsdefizits für den Präsidenten und den Kongress oberste Priorität haben sollte, seit 2022 um 12 Punkte gestiegen (von 45% auf 57%). Diese Tendenz war sowohl bei republikanisch als auch bei demokratisch gesinnten Wählern zu beobachten, wobei Republikaner die Verringerung des Defizits deutlich wichtiger fanden (71%) als Demokraten (44%). Zweitens dürfte es auch zu (wenn auch geringfügigen) Einsparungen im Zusammenhang mit der Schuldenobergrenze kommen, nachdem der US-Kongress die Schuldenobergrenze im Juni 2023 erneut ausgesetzt hat. Drittens hat der Oberste Gerichtshof Ende Juni den geplanten Teilerlass von Studienkrediten – eines der zentralen Wahlversprechen Joe Bidens – für verfassungswidrig erklärt. Diese Massnahme hätte dem Budgetbüro zufolge rund 400 Milliarden US-Dollar gekostet. Infolgedessen mussten die Kreditnehmer im Oktober ihre Rückzahlungen wieder aufnehmen.

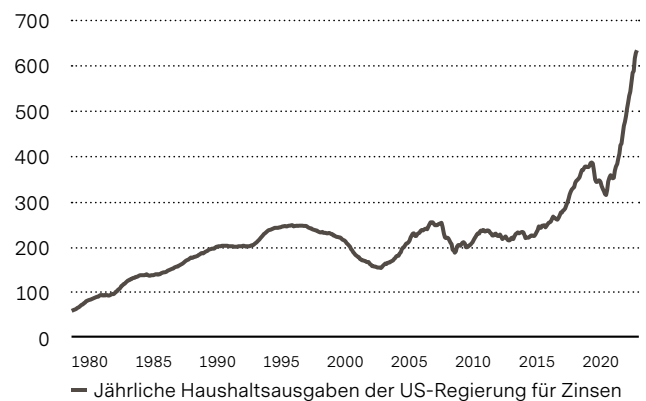
Darüber hinaus müssen die USA den Gürtel auch wegen höherer Schulden – und gestiegener Kosten zur Bedienung ebenjener Schulden – enger schnallen. Dem US-Finanzministerium zufolge sind die annualisierten Zinsausgaben von 313 Milliarden US-Dollar (April 2021) auf 628 Milliarden US-Dollar (Juli 2023) angeschwollen. Dadurch bleibt weniger Spielraum für andere Ausgaben übrig (Grafik 2).

Wir erwarten in den kommenden Monaten einen nachlassenden fiskalischen Impuls und damit weniger Rückenwind für die US-Wirtschaft. Dieser nachlassende fiskalische Impuls trifft auf eine bereits sehr restriktive Geldpolitik – kein ideales Umfeld für Risikoanlagen. Dies bestätigt sich auch bei einem Blick auf die Vergangenheit.

Der S&P 500-Index tendierte in den zwölf Monaten vor einer US-Wahl für gewöhnlich seitwärts, was nicht zuletzt auch auf die fiskalpolitische Blockade vor den Wahlen zurückzuführen war (Grafik 3).

Grafik 2: Starker Anstieg von Zinskosten aufgrund höherer Zinsen und Verschuldung

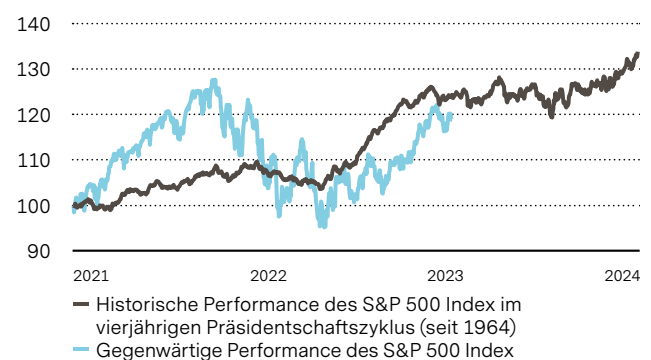
In Milliarden US Dollar



Quelle: LSEG, Vontobel

Grafik 3: Aktien tendieren vor US-Wahlen seitwärts

Index



Quelle: LSEG, Vontobel. Die vergangene Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.



Das China-Paradoxon

Seit China 1978 mit der Öffnung und Reform seiner Wirtschaft begonnen hat, ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Durchschnitt um mehr als 9% pro Jahr gewachsen, und mehr als 800 Millionen Menschen haben sich aus der Armut befreit¹. Im Jahr 2022 machte China etwas mehr als 18,6% der Weltwirtschaft aus und war damit gemessen am nominalen BIP das zweitgrößte Land nach den Vereinigten Staaten². Der Internationale Währungsfonds geht davon aus, dass in diesem Jahr etwas mehr als ein Drittel des weltweiten Wirtschaftswachstums aus China kommen wird.



Marc Bindschädler

Client Portfolio Manager for mtX,
Conviction Equities Boutique,
Vontobel

Während in den letzten zehn Jahren das «chinesische Paradoxon» zu beobachten war, dass der chinesische Aktienmarkt (mit einer annualisierten Rendite von +4,3% für den Zeitraum 31.12.2011 – 31.12.2023) nicht mit dem BIP-Wachstum (+6,6% auf Jahresbasis im gleichen Zeitraum³) Schritt halten konnte, haben die Börsen von Schanghai und Shenzhen in Bezug auf Kapitalisierung und Bedeutung stark zugelegt. Mit einer gemeinsamen Marktkapitalisierung von 11,6 Billionen USD sind die Börsen von Shanghai und Shenzhen nun die zweitgrössten der Welt, hinter den US-Börsen NYSE und NASDAQ und deren kombinierter Marktkapitalisierung von 44,4 Billionen USD⁴.

Die Gewichtung chinesischer Aktien im MSCI Emerging Market Index hat sich seit 2011 mehr als verdoppelt und ist von 15,3% auf 30,8% gestiegen⁵. Da Chinas Kapitalmärkte für internationale Anleger jedoch noch nicht uneingeschränkt zugänglich sind, wird die Marktkapitalisierung der in Schanghai und Shenzhen notierten Aktien nur mit einem Allokationsfaktor von 20% gewichtet. Würde dieser Faktor auf 100% erhöht, würde Chinas Gewicht im MSCI EM Index auf 44% ansteigen und somit fast die Hälfte des Index ausmachen. Dies verdeutlicht ein zweites Paradoxon des chinesischen Aktienmarktes: Er ist dominant, aber gleichzeitig auch unterrepräsentiert.

In den letzten drei Jahren haben sich jedoch die chinesische Politik und Wirtschaft verändert. Der chinesische Staatschef Xi Jinping scheint derzeit vor allem bestrebt zu sein, eine nachhaltige Grundlage für eine Ausweitung des globalen Einflusses Chinas zu schaffen. Ziel dabei ist es, die «Falle des mittleren Einkommens» durch eine Wirtschaft zu überwinden, die einen höheren Mehrwert für die Bevölkerung generiert und für einen besseren Lebensstandard sorgt («gemeinsamer Wohlstand»). In den letzten Jahren ging die Regierung hart gegen grosse Technologieunternehmen wie Alibaba vor, was darauf hindeutet, dass Wohlstandsgefälle und dominante Marktpositionen privater Unternehmen missbilligt werden. Zugleich scheint das Interesse an einer sozialistischen Planwirtschaft zu wachsen. Dies äussert sich in einer Umstrukturierung des BIP weg von Infrastruktur- und

Immobilieninvestitionen hin zu ausgewählten strategischen Industriesektoren und dem steigenden Konsum der einheimischen Mittelschicht. Diese Umstrukturierung, die wahrscheinlich zu einer niedrigeren künftigen Wachstumsrate führen wird, löst verständlicherweise bei vielen westlichen Investoren Unsicherheit und Ungewissheit aus.

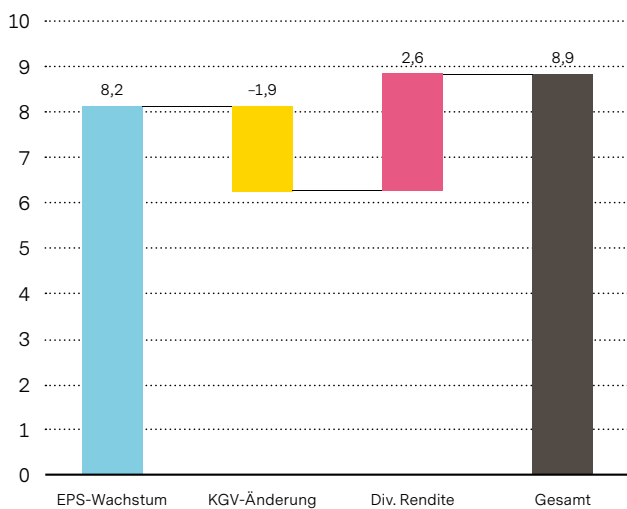
Fünf Muster der Anlegerreaktion

Auf der Grundlage dieser gegensätzlichen Entwicklungen und deren Interpretation suchen die Anleger zunehmend nach unterschiedlichen Möglichkeiten, China in ihr Portfolio zu integrieren. Der einfache Ansatz, ein globales Schwellenländer-Aktienportfolio aufzubauen, in dem China seinen Platz hat, wird allmählich in Frage gestellt. Aus Gesprächen mit Anlegern weltweit haben sich fünf Ansätze herauskristallisiert:

- 1. Vollständige Kontrolle übernehmen:** Viele Anleger wollen die volle Kontrolle über ihr Engagement in chinesischen Aktien und legen daher ein Ziel innerhalb ihrer gesamten strategischen Asset Allocation fest. So können sie die Höhe ihres Engagements nach eigenem Ermessen ändern, je nachdem, ob chinesische Aktien steigen oder fallen. Dazu muss China aus dem gesamten globalen Schwellenländerportfolio herausgelöst werden, ähnlich wie bei einer separaten Allokation von US-Aktien neben einem Global-ex-US-Aktienportfolio. Obwohl dies intuitiv sinnvoll erscheint, war die Umsetzung eines solchen Ansatzes in einem aktiven Portfolio in den letzten Jahren nicht einfach, da die Produktverfügbarkeit begrenzt war.
- 2. Das Engagement begrenzen:** Eine vorsichtiger Einschätzung oder eine geringere Risikobereitschaft kann dazu führen, dass der Anleger die Gewichtung auf das derzeitige Niveau begrenzt. Ähnlich wie bei der ersten Option kann der Anleger bei diesem Ansatz die Kontrolle übernehmen, indem er für das Engagement in chinesische Aktien in seinem Gesamtportfolio eine effektive Obergrenze festlegt. Die Kontrolle des Engagements in chinesische Aktien lässt sich am besten durch die Trennung von chinesischen und globalen EM-Aktien erreichen.

Grafik 1: Aufspaltung der Rendite MSCI EM ex-China Index

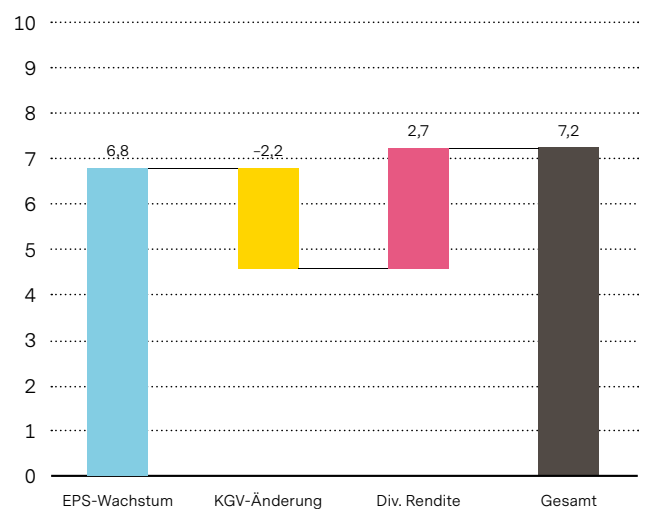
Rendite p. a. in USD (2002 – 2022), in %



Quelle: Vontobel Asset Management, Stand 31. Mai 2023

Grafik 2: Aufspaltung der Rendite MSCI EM Index

Rendite p. a. in USD (2002 – 2022), in %



Quelle: Vontobel Asset Management, Stand 31. Mai 2023

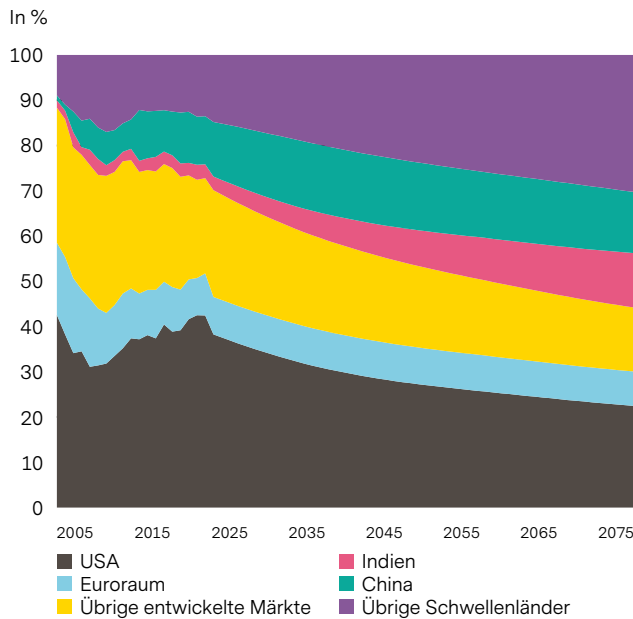
3. **Das Engagement reduzieren:** Von einigen sehr langfristig orientierten Anlegern wissen wir, dass sie aufgrund der sich verschlechternden demografischen Entwicklung und vergleichsweise besserer struktureller Wachstumschancen in anderen Schwellenländern wie Indien und Indonesien ein geringeres chinesisches Wirtschaftswachstum erwarten. Sie entscheiden sich daher bewusst dafür, ihr Engagement in China zu reduzieren. Auch hier gilt, dass die Trennung von China und globalen Schwellenländeraktien diese Option leichter umsetzbar macht.
4. **Beibehaltung des Status quo:** In diesem Szenario hat der Anleger die Probleme geprüft und beschlossen, weiterhin in ein globales Schwellenländer-Portfolio zu investieren, das China einschliesst. Dies bedeutet, dass er sich mit den folgenden Szenarien abfinden kann: einem Einschlussfaktor für chinesische Aktien von nahezu 100 % und einem chinesischen Aktienmarkt, der sowohl in der Benchmark als auch im eigenen Portfolio des Anlegers noch dominanter ist.
5. **Null-Engagement:** Die fünfte und extremste Option ist der komplette Ausschluss chinesischer Aktien aus dem Portfolio eines Kunden. Unserer Erfahrung nach ist diese Art von Ansatz selten und wird, wenn überhaupt, eher von ethischen Fragen wie Autokratie, Menschenrechtsverletzungen, Meinungsfreiheit und

sozialer Überwachung der Bürger bestimmt. Bei diesem Ansatz stehen Renditeerwägungen für den Anleger eindeutig im Hintergrund - das heisst, der mögliche Renditeverlust wird bewusst in Kauf genommen.

Kann die frühere Performance der Schwellenländer ohne China den Anlegern als Orientierung dienen?

Es kann hilfreich sein, sich zunächst anzusehen, wie der EM ex-China-Ansatz in der Vergangenheit abgeschnitten hat. Betrachten wir einmal die annualisierte Rendite für den Zeitraum 2002–2022 (in USD): Der MSCI EM Index erzielte eine Rendite von 8,9% gegenüber 7,2% für den MSCI EM ex-China Index⁶, was angesichts des starken Wachstums der chinesischen Wirtschaft sowohl in absoluten als auch in relativen Zahlen in diesem Zeitraum logisch erscheint. Eine Aufschlüsselung der Rendite – in die Komponenten Gewinn je Aktie, Gewinnwachstum, Bewertungsänderung (KGV) und Dividendenrendite – zeigt, dass die Bewertungen sowohl mit als auch ohne China jährlich um gut 2% gesunken sind (Grafik 1 und 2). Da ein geringeres Wachstum eine niedrigere Bewertung rechtfertigt, lässt sich dies durch die rückläufige (oder sogar negative) Wachstumsprämie aller Schwellenländer im Vergleich zu den Industrieländern in diesem Zeitraum erklären. Darüber hinaus wies der MSCI EM ex-China

Grafik 3: Anteil an der globalen Marktkapitalisierung nach Region / Land



Quelle: Goldman Sachs Investment Research, «The Path to 2075»

Index in den letzten fünf Jahren eine etwas höhere Volatilität auf.

Der Ausschluss Chinas beseitigt nicht unbedingt seinen Einfluss

Einen Hinweis auf die langfristige Entwicklung eines Schwellenländeransatzes ohne China könnte ein Blick auf den Zusammenhang zwischen dem erwarteten Bevölkerungswachstum, dem Wirtschaftswachstum und der Börsenkapitalisierung liefern. Während Chinas Bevölkerung schrumpft, wird für Länder wie Indien, Pakistan, Nigeria und Indonesien weiterhin ein jahrzehntelanges starkes Bevölkerungswachstum prognostiziert. Es wird erwartet, dass Volkswirtschaften mit wachsender Bevölkerung ein stärkeres Wirtschaftswachstum aufweisen und – da das Pro-Kopf-BIP einen Anstieg des Einkommens und des Vermögens bedeutet, das wiederum über Pensionsvermögen in Aktien investiert wird – könnte

die Marktkapitalisierung der Börsen sogar überproportional zum Bevölkerungswachstum steigen. In einem solchen Szenario würde Indien ab etwa 2050 China in Bezug auf die Marktkapitalisierung überholen, und die oben genannten Länder würden im MSCI EM-Index stärker gewichtet werden⁷ (Grafik 3). Hierbei ist jedoch zu bedenken, dass Schwellenländer wie Nigeria und Pakistan entweder für viele professionelle Anleger nicht zugänglich sind oder noch keinen institutionellen Standards entsprechenden Aktienmarkt haben.

Die Importe und Exporte in den und aus dem Westen insgesamt sind für die meisten Schwellenländer sogar noch wichtiger als die Importe und Exporte in und aus China. Ausserdem hat sich Chinas Wirtschaftszyklus seit der Covid-Pandemie von dem anderer Länder abgekoppelt, was wiederum die Empfindlichkeit der Unternehmensgewinne gegenüber Veränderungen der Gewinne und der Wirtschaftstätigkeit in China verringert hat. Wenn die Anleger jedoch beschliessen, China in ihrem Schwellenländeransatz ganz oder teilweise zu ignorieren, sollten sie nicht vergessen, wie eng die chinesische Wirtschaft mit der globalen Wirtschaft und der Wirtschaft anderer Schwellenländer verflochten ist. Man bedenke, dass China heute der grösste einzelne Handelspartner für fast alle Länder Asiens, Südamerikas und Afrikas ist. In Chile zum Beispiel machen die Kupferexporte 15% des BIP aus und zwei Drittel davon gehen nach China⁸.

Auf die Frage, welcher Ansatz der passendste ist, gibt es keine richtige oder falsche Antwort. Wie bei jeder Anlageentscheidung muss auch bei der Frage, wie China in ein EM-Portfolio aufgenommen wird, die Entscheidung für den Anleger sinnvoll sein und den individuellen Verhältnissen und Überzeugungen entsprechen.

Auch wenn die letzten Jahre für den chinesischen Aktienmarkt schwierig waren, ist es unserer Meinung nach ein extremer Schritt, den zweitgrössten Markt der Welt komplett auszuschliessen. Das Angebot von Ex-China-Lösungen ermöglicht es den Kunden jedoch, die Kontrolle zu übernehmen und auf ihre individuellen Umstände zugeschnittene Allokationsentscheidungen zu treffen. Lesen Sie [hier](#) den vollständigen Artikel.

¹ As measured by the CSI 300 Index. Source: [The World Bank](#), 20. April 2023

² Source: [IME](#), 1. Mai 2023

³ Source: Vontobel Asset Management, Bloomberg, Stand 31. Juli 2023

⁴ Source: [Statista](#), Stand 30. April 2023

⁵ Source: MSCI, Bloomberg; Stand 31. Juli 2023

⁶ Source: Vontobel Asset Management, Factset; Stand 31. Mai 2023

⁷ Source: Goldman Sachs Investment Research, The Path to 2075—Capital Market Size and Opportunity, 8. Juni 2023

⁸ Source: [S&P Global Ratings](#)

Anpassung der Erwartungen



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Wir bekräftigen unseren konstruktiven Standpunkt gegenüber hochwertigen festverzinslichen Anlagen und behalten eine defensive Haltung bei der Gesamt-Kreditallokation bei, mit einer neutralen Positionierung bei Investment-Grade-Anleihen und der Empfehlung einer Untergewichtung im Hochrenditebereich.

Der Ausverkauf an den Staatsanleihenmärkten im August wurde in einem gewissen Mass durch einen Anstieg der Anleihenemissionen beeinflusst. Ausschlaggebend war jedoch, dass der Markt seine Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung der Geldpolitik anpasste. Im Laufe eines Monats stieg die Rendite zehnjähriger US-Treasuries um mehr als 30 Basispunkte von 4% auf derzeit 4,36% – ein Höchststand seit 2007. Seitdem ist sie sogar weiter gestiegen. Dies ist in erster Linie auf einen Anstieg bei den Realrenditen zurückzuführen (Grafik 1).

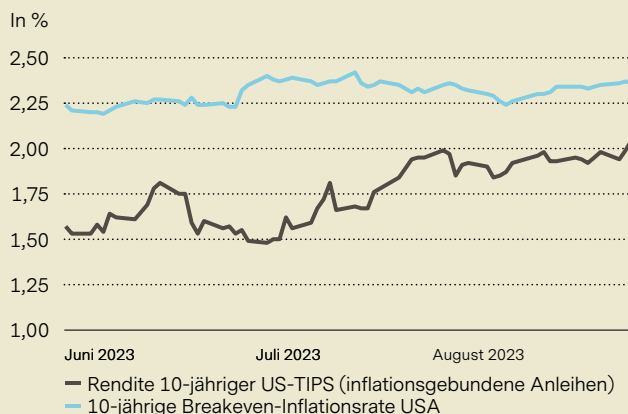
Die Aussichten für das Wirtschaftswachstum sind nach wie vor solide und die Renditen haben auf positive Überraschungen beim Wirtschaftswachstum reagiert und dabei negative Überraschungen bei der Inflation übergangen. Wir halten es für wahrscheinlich, dass die Fed ihren Kurs der strengsten geldpolitischen Straffung seit 40 Jahren bald beenden wird. Wir glauben, dass die

Zinsen in den USA jetzt restriktiv genug sind, um die Inflation wieder auf das 2%-Ziel der Zentralbank zu drücken. Unsere konstruktive Sicht auf festverzinsliche Wertpapiere beruht auf der zu erwartenden weniger restriktiven Haltung der Fed, die unserer Meinung nach zu einem steileren Anstieg der Renditekurve führen wird.

Weitere Abschwächung bei den Kreditfundamentaldaten

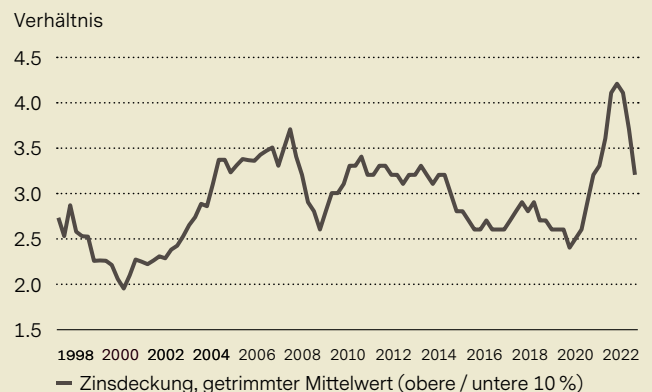
Trotz der Abschwächung der Kreditfundamentaldaten und der steigenden Ausfallraten haben sich Unternehmensanleihen in den vergangenen Monaten gut entwickelt. Unternehmensanleihen sind bei den aktuellen Bewertungen jedoch nicht sonderlich attraktiv. In Anbetracht der engen Spreads werden Anleger nicht angemessen für all das entschädigt, was in den kommenden neun bis zwölf Monaten schiefgehen könnte. Beachtet man die sinkende Kreditqualität, sind die Aussichten auf Überrenditen eher mau. Schwächere Kreditprofile haben noch etwas Spielraum, da der Druck auf die Bruttomarge und die Zinskosten weiter zunimmt und der Fälligkeitszeitraum immer näher rückt. Der Zinsdeckungsgrad ist von seinem hohen Niveau zurückgekommen (Grafik 2). Diese Entwicklung spiegelt einen signifikanten Anstieg bei den Zinskosten wider, die nun so schnell steigen wie seit über 20 Jahren nicht mehr. Der Zinsdeckungsgrad ist eine finanzmathematische Messgrösse, mit der bestimmt werden kann, wie einfach ein Unternehmen seine Zinskosten für unbeglichene Verbindlichkeiten zahlen kann. Ein hoher Zinsdeckungsgrad bedeutet, dass das Unternehmen seinen Zinsverpflichtungen ohne Schwierigkeiten nachkommen kann, da es im Verhältnis zu den Zinskosten über hohe Erträge vor Zinsen und Steuern verfügt. Ein niedriger Zinsdeckungsgrad suggeriert das Gegenteil und deutet auf eine potenzielle finanzielle Drucksituation hin, wenn die Erträge zurückgehen.

Grafik 1: Realrenditen von US-Anleihen knapp unter 15-Jahreshoch*



Quelle: Bloomberg, Vontobel

Grafik 2: Massive Abschwächung der Zinsdeckung



Quelle: Bloomberg, Vontobel

Qualität und defensive Werte zur Abmilderung des Schocks



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Der Septembereffekt, der in der Vergangenheit immer wieder schwache Renditen auf dem Aktienmarkt brachte, wurde auch in diesem Jahr seinem Ruf gerecht. Die Aktienmärkte schlossen zum Grossteil im Minus ab und ihre Performance zeigte eine grosse Volatilität. Höhere Energiepreise verkomplizierten die Situation zusätzlich, da sie Spekulationen über eine mögliche zweite Inflationswelle und die Aussicht eines anhaltenden Zinshochs, das auch am Rande der letzten Fed-Sitzung angedeutet wurde, anheizten.

Diese Faktoren belasteten die Aktienmärkte zusätzlich. Da Katalysatoren fehlen, richtet sich der Blick der Anleger jetzt auf die kommende Berichtssaison, die im Oktober beginnt und bereits Anzeichen einer sich abschwächenden Dynamik erkennen lässt. Sollten sich diese Anzeichen bewahrheiten, würde dies die Wachstums- und Ertragsaussichten für 2024, die für die meisten Märkte durchschnittlich auf über 10% geschätzt werden und die viele für zu optimistisch halten, massiv eintrüben.

Neutrale Positionierung

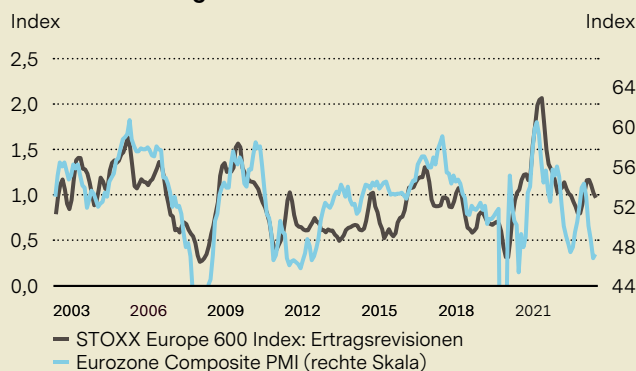
Wir bleiben bei unserer Entscheidung von August, unser Engagement in Aktien, das lange Zeit übergewichtet

war, auf neutral herabzustufen. Wir sind der Ansicht, dass die makroökonomische Dynamik und die sich daraus ergebenden Zentralbankentscheidungen für die Aktienmärkte von nun an wieder die wichtigsten Antriebskräfte sein werden. In diesem Zusammenhang glauben wir, dass die Straffungszyklen ihre letzte Phase erreicht haben. Daher sind wir der Meinung, dass bei einem Anlagehorizont von neun Monaten eine konstruktive Herangehensweise an das Thema Aktien sinnvoll ist. Auf regionaler Ebene konzentrieren uns weiterhin auf hohe Qualität, defensive Werte und eine gute Vorhersagbarkeit der Erträge. Diese Merkmale finden wir in den USA und in der Schweiz. In Europa sind die Schwächen im Produktions- und Dienstleistungssektor ein Beweis für die Verschlechterung des makroökonomischen Umfelds. Wichtige Indikatoren für den Produktionssektor sind unter die 50-Punkte-Marke gefallen, die magische Grenze zwischen Wachstum und Rückgang. Darüber hinaus besteht nach wie vor eine erhebliche Lücke zu den Ertragsrevisionen, die wahrscheinlich am stärksten hinter den Erwartungen zurückbleiben (siehe Grafik 1). In Europa steigt somit das Risiko einer Rezession, und Deutschland, als grösste Volkswirtschaft der Region, befindet sich bereits in einer technischen Rezession.

Schweizer Aktien bevorzugt

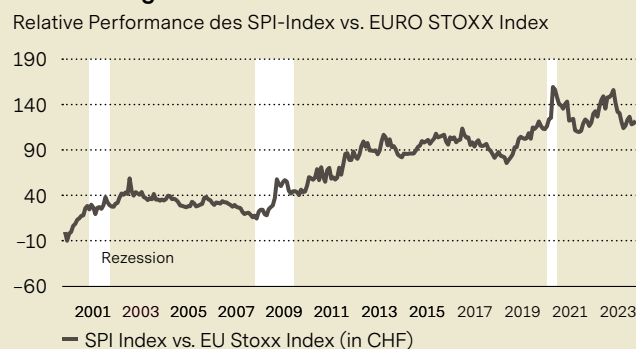
Schweizer Aktien stellen in Zeiten wirtschaftlicher Anspannung oder gar in einer Rezession eine wirkungsvolle Absicherung dar. In Kombination mit stabilen Dividenden und Rückkäufen, die eine jährliche Gesamtrendite von mehr als 5% erzielen, sind Schweizer Aktien in der heutigen Zeit ein echter Trumpf (siehe Grafik 2). Weitere Details finden Sie auf Seite 5.

Grafik 1: Europäische Aktien – massive Verschlechterung des makroökonomischen Umfelds



Quelle: IBES, LSEG, Vontobel

Grafik 2: Schweizer Aktien: eine hervorragende Absicherung in Zeiten der Rezession



Quelle: Bloomberg, Vontobel

Entschlossene Produzenten giessen Öl ins Feuer



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Der September war erst einige Tage alt, als OPEC beschloss, die Drosselung ihrer Ölfördermenge bis Ende 2023 zu verlängern. Dies war deutlich aggressiver als erwartet und liess die Anleger aufhorchen.

Es läuft scheinbar «wie geschmiert»: Sinkende Lagerbestände, Mangel an Alternativen

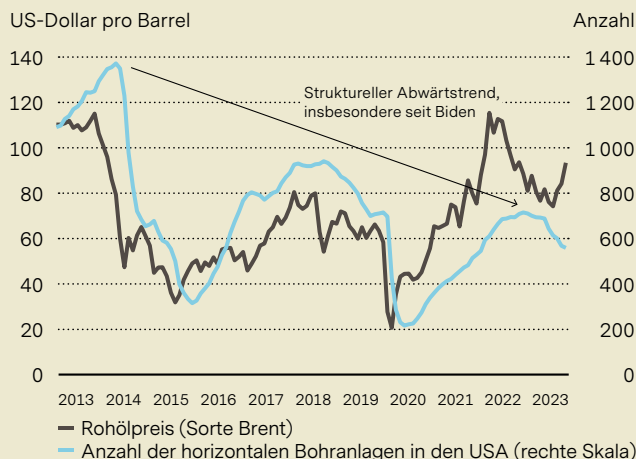
Die Sorge vor Angebotsengpässen – die amerikanische Energy Information Administration stellte Mitte Monat bereits sinkende Lagerbestände in Aussicht – trieb die Ölpreise Ende September deutlich über die 90 US-Dollar-Marke. Abgesehen von den regulären Lagerbeständen lässt auch die strategische Ölreserve (der Notvorrat an Erdöl, der vom US-Energieministerium unterhalten wird) aufhorchen. Nachdem die US-Regierung die Reserve wiederholt angezapft hat, belaufen sich die Bestände aktuell nur noch auf 351 Millionen Barrel. Ähnlich tief waren die Bestände zuletzt in den frühen 1980ern. Es ist unwahrscheinlich, dass die US-Schieferölproduzenten rasch zur Hilfe eilen können. Die Anzahl der horizontalen Bohranlagen, ein Frühindikator für die künftige Produktion, befindet sich seit Jahren in einem strukturellen Abwärtstrend (Grafik 1). Gleichzeitig haben die USA ihre Ölproduktion bereits hochgefahren. Glaubt man dem

Energieministerium, ist in naher Zukunft nicht viel mehr zu erwarten. Auch das (noch) verhaltene Anlegersentiment wirkt einladend. Nachdem sich viele Spekulanten in den vergangenen Monaten die Finger verbrannt haben, ist die Positionierung nicht übermässig «bullish».

Das grosse «Aber»: Rezession, China, Politik

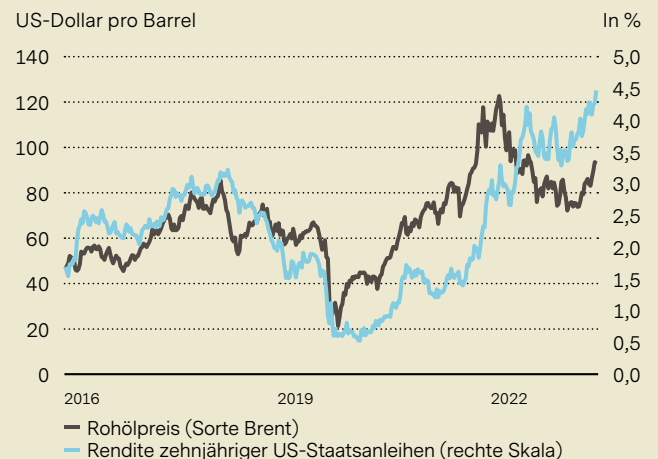
Trotz der Aufwärtsrisiken im Ölkompex haben wir uns im September entschlossen, unsere neutrale Sicht auf Rohstoffe beizubehalten. Hierfür gibt es mehrere Gründe. Erstens gehen wir weiterhin von einer US-Rezession und tieferen Anleiherenditen aus – kein gutes Umfeld für Rohstoffe (Grafik 2). Zweitens ist die chinesische Wirtschaft weiterhin schwach. Drittens liegen die OECD-Öllagerbestände weiter über dem langfristigen Durchschnitt. Auch ist fraglich, ob die Demokraten vor den Wahlen hohe Ölpreise tolerieren werden. Der Anreiz, die strategische Reserve erneut anzuzapfen, ist gross. Gleichzeitig steigt nach Monaten der «stillen Diplomatie» die iranische Ölproduktion. Auch für Venezuela werden aktuell Sanktionserleichterungen diskutiert. Zu guter Letzt bewegt sich auch das OPEC-Kartell auf einem schmalen Grat – das beste Mittel gegen hohe Preise sind immer noch hohe Preise. Eine Nachfragezerstörung ist nicht im Interesse des Kartells.

Grafik 1: Swing-Produzenten werden wahrscheinlich nicht zur Hilfe eilen



Quelle: LSEG, Vontobel

Grafik 2: Unser makroökonomisches Szenario spricht nicht für Rohstoffe



Quelle: LSEG, Vontobel

Allen Widrigkeiten zum Trotz



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Entgegen unserer Erwartung eines härteren Umfelds für den US-Dollar im zweiten Halbjahr zeigte der Greenback weiterhin eine ausgedehnte Stärke.

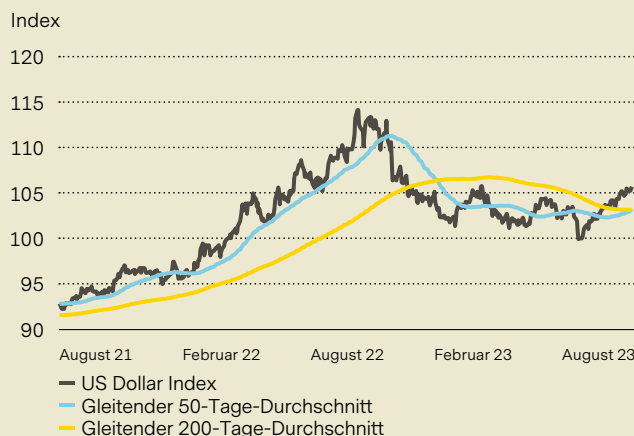
Der US Dollar Spot Index hat sich merklich erholt und kletterte um fast 6%, nachdem er im Juli seinen Tiefstand von knapp 100 erreicht hatte. Trotz dieser Erholung bewegt sich der Index weiterhin innerhalb seiner Jahres-spanne von 99 bis 106 und notiert zudem über seinem gleitenden 50- und 200-Tage-Durchschnitt (Grafik 1). Der gleitende 50-Tage-Durchschnitt zeigt kurz- bis mittelfristige Trends auf, wohingegen der gleitende 200-Tage-Durchschnitt langfristige Trends widerspiegelt. Die US-Wirtschaft zeigte jüngst eine beachtliche Stärke. Diese robuste Performance steht in deutlichem Kontrast zu den enttäuschenden Wirtschaftsdaten aus der Eurozone und den verbreiteten Sorgen um die chinesische Wirtschaft. Während die kurzfristigen US-Zinsen ihren Höchststand erreicht haben oder kurz vor ihm stehen, dürfte die Stärke des US-Dollars aufgrund seines Charakters als antizyklische Währung auch in nächster Zukunft durch ein gedämpftes globales Wachstum begünstigt werden. Auf lange Sicht wird jedoch ein Rückgang des Dollarkurses erwartet. Im Vergleich zu seinem Wechsel-

kurs in Kaufkraftparität, der traditionell ein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung der Währung ist, ist er immer noch überbewertet.

Noch geben wir unsere positive Erwartungshaltung für den Euro nicht auf

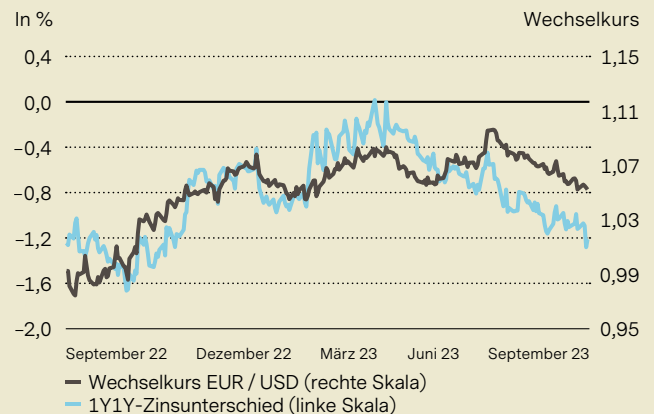
Es waren ein paar harte Monate für den Euro, der seit seinem Höchststand im Juli um mehr als 5% und seit Anfang September um weitere 2% gefallen ist, während gleichzeitig die Zinsdifferenzen zwischen Euro und Dollar zurückgingen (Grafik 2). Diese Trendwende wurde zum Teil von den enttäuschenden Wirtschaftsdaten aus der Eurozone ausgelöst. Hinzu kommt, dass die Herausforderungen in China für die Eurozone ein grösseres Problem darstellen als für die USA. Wenn der Strom an schlechten Nachrichten nicht abreisst, wird die Widerstandsfähigkeit des Euro vorübergehend noch mehr unter Druck geraten. Basierend auf unseren aktuellen Analysen und unserem gegenwärtigen Verständnis erwarten wir für die US-Wirtschaft gegen Ende des Jahres eine verstärkte Abkühlung. Eine solche Entwicklung würde unsere optimistische Haltung hinsichtlich des Euro-Dollar-Wechselkurses bekräftigen und auf eine mögliche Stärkung des Euro gegenüber dem Dollar hindeuten.

Grafik 1: Der US-Dollar zeigt weiter eine ausgedehnte Stärke



Quelle: Bloomberg, Vontobel

Grafik 2: Rückgang der Zinsunterschiede zwischen Euro und Dollar



Quelle: Bloomberg, Vontobel

Konjunktur und Finanzmärkte 2021 – 2024

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

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

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

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR	-0,50	2,00	4,00	3,89	3,47
USD	0,25	4,50	5,50	5,55	4,65
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,07
GBP	0,25	3,50	5,25	5,55	5,05
CHF	-0,75	1,00	1,75	1,94	1,71
AUD	0,10	3,10	4,10	4,20	3,65
CNY	3,80	3,65	4,35	4,30	4,25

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR (Deutschland)	-0,2	2,6	2,73	2,43	2,30
USD	1,5	3,9	4,47	3,87	3,60
JPY	0,1	0,4	0,75	0,71	0,75
GBP	1,0	3,7	4,26	4,23	3,75
CHF	-0,1	1,6	1,08	1,13	1,04
AUD	1,7	4,1	4,34	3,96	3,49

WECHSELKURSE	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
CHF je EUR	1,04	0,99	0,96	0,97	0,99
CHF je USD	0,91	0,94	0,91	0,89	0,89
CHF je 100 JPY	0,79	0,72	0,61	0,64	0,67
CHF je GBP	1,23	1,12	1,11	1,12	1,15
USD je EUR	1,14	1,06	1,06	1,09	1,13
JPY je USD	115,00	130,00	148,00	140,00	132,00
USD je AUD	0,73	0,67	0,64	0,66	0,70
GBP je EUR	0,84	0,88	0,87	0,87	0,87
CNY je USD	6,37	6,91	7,30	7,20	7,00

ROHSTOFFE	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
Brent-Rohöl, USD je Barrel	79	86	94	85	87
Gold, USD je Feinunze	1829	1824	1927	1966	2015
Kupfer, USD je Tonne	9720	8372	8194	8400	8800

¹ Neuste verfügbare Quartalsdaten

² Neuste verfügbare Monatsdaten, G20-Daten nur vierteljährlich

Quelle: Vontobel, jeweilige Statistikämter und Zentralbanken, Stand: 22. September 2023

Offenlegungen und Disclaimer

1. Analystenbestätigung

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

Der «Investors' Outlook» enthält regelmässig auch Informationen zu hauseigenen Fondsprodukten der Vontobel. Dem insoweit bestehenden Risiko eines Interessenkonflikts aufgrund bestehender wirtschaftlicher Interessen trägt die Bank dadurch Rechnung, dass die Auswahl der jeweils dargestellten Eigenprodukte durch die von den Sales-Bereichen der Bank unabhängige, organisatorisch und informatisch 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

