

100 | Empowering
years | Investors

Vontobel

Investors' Outlook

Nevermind – Das Getöse überhören

Juni 2024

2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Dem Takt der Wirtschaft lauschen

6 Markt-Highlights

Zurück in die 1990er?

10 Anlageklassen im Fokus

14 Prognosen

17 Referenzen

Glossar und Quellen

Impressum

Herausgeber

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Redaktion

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

Autoren*

Stefan Eppenberger,
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 Juli 2024)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

6. Juni 2024

Bemerkungen

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

Nevermind – Das Getöse überhören



—
Dan Scott
 Head of Vontobel Multi Asset,
 Vontobel

Geschätzte Leserschaft

Die alte Börsenweisheit «Sell in May and go away» erwies sich im vergangenen Monat eher als Mythos denn als Mantra. Denn die Aktienmärkte brachen weltweit Rekorde und liessen damit vorsichtige Anleger frustriert zurück.

Die robuste Entwicklung der Aktienkurse war den Zinssenkungserwartungen zuzuschreiben, die dem Wachstum zugutekommen dürften. Ebenfalls günstig waren Wirtschaftsdaten, die auf eine weiche Landung¹ hoffen liessen, und starke Unternehmensgewinne angesichts des Optimismus rund um die künstliche Intelligenz (KI).

Inmitten dieser von Optimismus getragenen Aufwärtsdynamik erwogen einige Anleger, sich für eine Konsolidierung zu positionieren. Ihrer Meinung nach macht die jüngste Hausse den Aktienmarkt anfälliger für Gewinnmitnahmen. Zugegebenermassen könnte die weitere Entwicklung holprig ausfallen. Trotzdem sind wir in Bezug auf Aktien weiterhin zuversichtlich. Die Quartalsgewinne deuten auf eine recht gute Verfassung der Unternehmen hin. Sorge bereiten höchstens die staatlichen Schulden-niveaus.

Wie ausserdem in der letzten Ausgabe erörtert, besteht angesichts der strukturellen Veränderungen bezüglich Inflation und Geopolitik unserer Ansicht nach ein Bedarf an realen Vermögenswerten. Auch die Anleger scheinen diese Sichtweise zunehmend zu teilen, was sich in der Rekordsträhne bei Vermögenswerten wie Gold, Kupfer und Aktien widerspiegelt. Im Rohstoffsektor werden die Kupferpreise weiter durch Angebotsengpässe bei anhaltend starker Nachfrage unterstützt. Letztere ist das Ergebnis von Infrastrukturausgaben, Initiativen zum Ausbau grüner Energien und dem teilweise KI-bedingten Strombedarf. Einem ähnlichen Angebots-Nachfrage-Muster unterliegt Kakao, bei dem klimabedingte Herausforderungen eine wesentliche Rolle spielen.

Die Europäische Zentralbank (EZB) begann in ihrer Juni-Sitzung mit Zinssenkungen, legte sich aber nicht auf einen bestimmten Zinspfad fest. Sie hob auch ihre Inflationsprognosen an. Unterdessen bleibt die US-Notenbank Fed in Wartestellung und wägt den Zeitpunkt ihrer geldpolitischen Anpassungen genau ab. Ihre Zinssenkungen mögen zwar später erfolgen als ursprünglich erwartet, aber sie rücken näher und stützen damit nach wie vor die Märkte.

Die 1990er waren für viele Dinge bekannt: die Ausbreitung des Internets und die Expansion verschiedener Unternehmen zu riesigen Marken (wie zum Beispiel Starbucks und Amazon), und der Aufschwung von Hip-Hop und Grunge-Musik, einschliesslich der Veröffentlichung von Nirvanas legendärem Album «Nevermind». Aber es war auch ein Jahrzehnt, in dem die US-Wirtschaft mehrere Zinserhöhungen überstand, ohne in eine Rezession zu geraten.

In diesem Investors' Outlook finden Sie eine genauere Betrachtung der aktuellen wirtschaftlichen Lage im Vergleich mit den 1990ern (wir sehen Parallelen, aber auch wichtige Unterschiede). Ausserdem erörtern wir die derzeitigen Kakaopreise und nehmen KI-Aktien und deren Bewertungen unter die Lupe.

Die traditionellen Marktparadigmen werden derzeit erneuert. Genau wie die Musik und die Technologie damals Neuland betreten, könnten diejenigen, die sich trauen, über konventionelle Tellerränder hinwegzublicken, verborgene Schätze entdecken.

→ Webcast

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

¹ Siehe «Glossar und Quellen» auf Seite 17



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Dem Takt der Wirtschaft lauschen

Im Mai dominierten grösstenteils die gleichen Wirtschaftstrends, die auch im Vormonat zu beobachten waren. Die Weltwirtschaft war weiter von regionalen Unterschieden geprägt.

So zeigte sich die US-Wirtschaft weiterhin relativ widerstandsfähig und konnte im Vergleich zur schwächeren Konjunktur in Europa und China mit robusten Daten punkten. Die Inflationstrends zeigen ein ähnliches Muster: Während die Eurozone und die Schweiz bemerkenswerte Fortschritte bei der Eindämmung der Inflation gemacht haben, kämpfen die USA weiterhin mit einem erhöhten Preisdruck.

Wie bereits in einem vorherigen Bericht bemerkt, müssen wir insbesondere im Auge behalten, ob die US-Konsumenten die Wirtschaft weiter stützen können. Der mit Spannung erwartete und im vergangenen Monat veröffentlichte Arbeitsmarktbericht des US Bureau of Labor Statistics wies den geringsten Stellenzuwachs seit sechs Monaten aus. So stieg die Anzahl der Stellen ausserhalb der Landwirtschaft im April um lediglich 175 000, während die Wirtschaftsexperten 240 000 neue Stellen erwartet hatten. Die Arbeitslosenquote stieg leicht von 3,8% auf 3,9%.

Der US-Arbeitsmarkt bleibt somit zwar im historischen Vergleich robust, scheint sich aber den jüngsten Daten zufolge allmählich abzuschwächen. Da ausserdem die Verschuldung der Privathaushalte im ersten Quartal um 184 Milliarden US-Dollar stieg und es bei den Konsumenten zu immer mehr Zahlungsrückständen kommt, stellt sich die Frage, ob dies erste Risse sind, welche die Wirtschaft weiter beschädigen könnten.

Während sich die jüngsten Daten zum Verbrauchervertrauen nach drei Monaten des Rückgangs unerwartet erholten, haben sich die Einzelhandelsumsätze verlangsamt. Es bleibt abzuwarten, ob sich dieser Trend in den kommenden Monaten möglicherweise auf das allgemeine Wirtschaftswachstum auswirken könnte.

Ohne neue Impulse dürfte die Wirtschaftstätigkeit verhalten bleiben. In geldpolitischer Hinsicht gehen wir davon aus, dass die Fed letztlich anderen Zentralbanken folgen wird. Wir sind unverändert der Ansicht, dass die Fed die Zinsen weniger stark senken wird als ursprünglich angenommen, aber deutlicher als derzeit am Markt eingepreist. Einzelheiten zu unserer Vermögensallokation in diesem Umfeld finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität		→				Wir halten an unserem Untergewicht in Liquidität fest, da andere Anlageklassen über neun bis zwölf Monate mehr Renditepotenzial bieten.
2 Anleihen		→				Wir bleiben für Anleihen insgesamt bei unserer leicht untergewichteten Positionierung. Unserer Meinung nach begünstigt das sich mittelfristig bessernde makroökonomische Umfeld in der Regel eher zyklische Anlageklassen, wie Aktien und Rohstoffe, zu Lasten von Anleihen. Wir gewichten Staatsanleihen und Schwellenländeranleihen in Hartwährung unvermindert über. Investment-Grade-Anleihen gewichten wir weiterhin unter.
3 Aktien				→		In Aktien bleiben wir unverändert übergewichtet. Uns ist bewusst, dass die Fed später als erwartet Zinssenkungen vornehmen wird. Diese könnten unseres Erachtens jedoch umfangreicher ausfallen als die Märkte derzeit erwarten. Zudem gehen wir davon aus, dass sich massgebliche weltwirtschaftliche Indikatoren, etwa die Einkaufsmanagerindizes, in den kommenden Monaten weiter verbessern. Bei der Inflation erkennen wir kein hohes Risiko einer zweiten Welle. Davon dürften Aktien als Anlageklasse weiter profitieren. Auf Ebene der Sub-Anlageklassen gewichten wir US-Aktien angesichts der soliden und unerwartet guten Erstquartalsergebnisse – vor allem im Technologiesektor – unvermindert über. Für Aktien der Eurozone und der Schweiz behalten wir unsere neutrale Sicht bei. Für japanische Aktien und Schwellenländeraktien halten wir an unserer neutralen Positionierung fest.
4 Gold				→		Wir schätzen Gold weiterhin positiv ein, obschon es im vergangenen Monat neue Allzeithochs erklomm und seit Anfang 2024 eine der performancestärksten Anlageklassen ist. Trotz der in den USA steigenden Realzinsen, der anhaltenden Stärke des US-Dollar und der restriktiven Rhetorik der Fed nimmt das Edelmetall ein Hoch nach dem anderen ins Visier. Dies ist teilweise auf seinen Stand als «sicherer Hafen», das solide Interesse von Privatkäufern, steigende geopolitische Risiken rund um eine Eskalation im Nahen Osten sowie die starke Nachfrage seitens Zentralbanken, insbesondere in den Schwellenländern, zurückzuführen.
5 Rohstoffe			→			Wir bleiben in Rohstoffen neutral positioniert. Eine Erholung der Weltwirtschaft könnte dieser zyklischen Anlageklasse noch etwas mehr Schubkraft verleihen. Die Märkte unterschätzen unserer Ansicht nach das Potenzial für Konjunkturanreize durch die chinesische Regierung. Die Anlageklasse könnte unseres Erachtens auch von den erhöhten geopolitischen Risiken profitieren.
6 Alternative Strategien			→			Für alternative Fonds und Immobilien bleiben wir neutral. Bei Ersteren bevorzugen wir versicherungsgebundene Wertschriften. Deren Entwicklung hängt in erster Linie von Versicherungsereignissen ab und korreliert daher in der Regel wenig mit den traditionellen Finanzmärkten. Dadurch lässt sich das Gesamtrisiko des Portfolios verringern.

Zurück in die 1990er?

Die 1990er lösen heute bei Vielen nostalgische Gefühle aus, auch bei denjenigen, die zu jung sind, um sich selbst an dieses entscheidende Jahrzehnt zu erinnern. Eine geheimnisvolle Erfindung namens «World Wide Web» wurde zwar 1993 mit dem unvergesslichen Modem-Einwahlton der Öffentlichkeit zugänglich gemacht, war aber noch kein ständiger Begleiter im Alltag. Handys gab es zwar schon seit den 1980ern, aber ihre Hauptfunktion beschränkte sich noch auf das Telefonieren. Es herrschte eine Pop-Monokultur, geprägt von Gruppen wie den Backstreet Boys und den Spice Girls, die die Charts dominierten, sowie von kultigen Filmen und Fernsehserien wie Titanic, Forrest Gump oder Friends. Aber es gab noch eine weitere Besonderheit. In den 1990ern gelang den amerikanischen Währungshütern ein Meisterstück: Die US-Wirtschaft verdaute eine Reihe von Zinserhöhungen, ohne in eine Rezession abzurutschen (Grafik 1).





—
Stefan Eppenberger
 Head Multi Asset Strategy,
 Vontobel



—
Michaela Huber
 Cross-Asset Strategist,
 Vontobel

In Anbetracht der Tatsache, dass die Anleger die Auswirkungen der raschen Zinserhöhungen auf die Wirtschaft in den letzten zwei Jahren genau im Auge behalten und dabei verschiedene Rezessionsszenarien abwägen, ist der Vergleich mit den 1990ern immer häufiger zu hören.

In den 1990ern trotzte die Wirtschaft einschlägigen wirtschaftlichen Leitindikatoren wie den Einkaufsmanagerindizes des verarbeitenden Gewerbes, die eine Rezession vorhergesagt hatten. Der Grund für die weiche Landung der 1990er dürfte vor allem der damals einsetzende Produktivitätsschub gewesen sein, welcher durch das Aufkommen von Computern begünstigt wurde (Grafik 2). Die höhere Produktivität ging damals mit beträchtlichem Lohnwachstum einher. War der Beschäftigungskostenindex, der bevorzugte Lohnindikator der Fed, im vierten Quartal 1995 noch um 2,5% gegenüber dem Vorjahr gestiegen, kletterte er um die Jahrtausendwende auf knapp 5%. Trotz der höheren Löhne blieb die befürchtete Lohn-Preis-Spirale aus.² Die US-Kerninflation ging von rund 5,5% (Anfang 1990) auf weniger als 2% (Ende 1999) zurück.

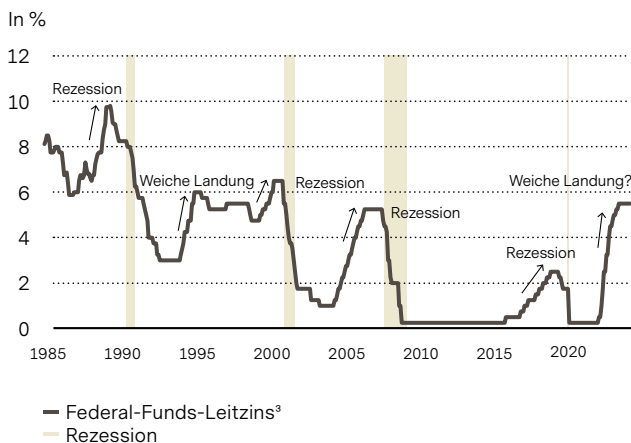
Die Gemeinsamkeiten

Es gibt heute tatsächlich einige Parallelen zu den 1990ern. Glaubt man den Leitindikatoren, sollte die Rezession eigentlich bald eintreten: Gemäss dem amerikanischen Institute for Supply Management sind sowohl die verarbeitende als auch die Dienstleistungsindustrie im Schrumpfen begriffen. Damals wie heute lässt die Rezession aber (noch) auf sich warten. Zudem wurden – wie in den 1990ern – in den vergangenen Jahren beträchtliche Summen in die Forschung und Entwicklung (R&D) investiert. Auch sind es – damals wie heute – zumeist private Akteure, die für den Fortschritt in die Tasche greifen, die als entscheidender Faktor für das Wirtschaftswachstum angesehen werden (Grafik 3). Dies ist ein gesunder Nährboden für einen weiteren technologiegestützten Produktivitätsboom.

Schliesslich hat die Bereitschaft zugenommen, die neuen Technologien, die uns zur Verfügung stehen, anzunehmen und umzusetzen, was die Möglichkeit eröffnet, dass sich die Geschichte wiederholt. Netflix brauchte 1999 noch 3,5 Jahre, ehe es eine Million Nutzer erreicht hatte. Facebook benötigte 2004 immerhin noch zehn Monate. Spotify schaffte es 2008 in fünf Monaten. ChatGPT brauchte 2022 nur noch fünf Tage.

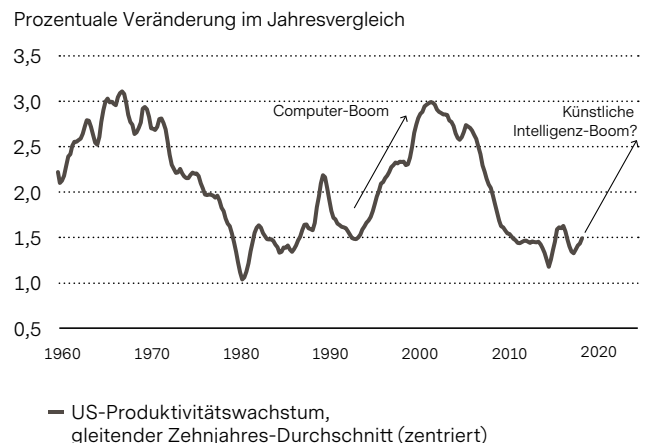
8 Markt-Highlights

Grafik 1: Die weiche Landung Mitte der 1990er war die Ausnahme von der Regel



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 13. Mai 2024.

Grafik 2: Die Wirtschaft verdaute in den 1990ern Zinserhöhungen dank höherer Produktivität



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 13. Mai 2024.

Die Unterschiede

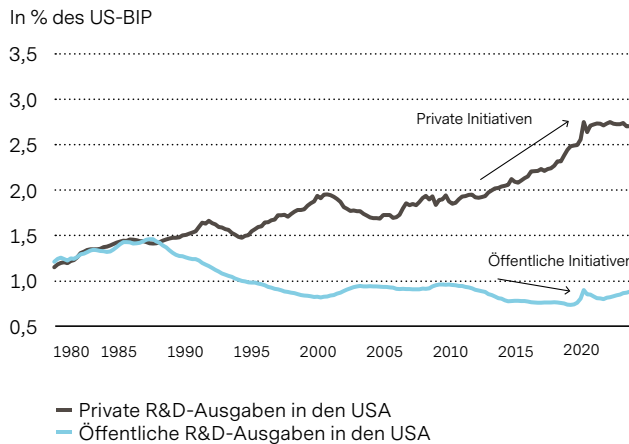
Aller Begeisterung für die KI zum Trotz ist jedoch (noch) keine übermässige Euphorie zu spüren. Dies wird beispielsweise bei einem Blick auf die zurückgehende Anzahl an US-Börsengängen deutlich. Eine mögliche Erklärung könnte sein, dass die grossen Technologieunternehmen die kleinen Unternehmen verstärkt aufkaufen. Diese «säkulare Verlagerung» von Börsengängen hin zu Übernahmen, oftmals durch grosse Technologieunternehmen, war das Thema einer Studie aus dem Jahr 2023, in der Forscher feststellten, dass der Prozentsatz der mit Risikokapital finanzierten Start-ups, die aufgekauft wurden (anstatt an die Börse zu gehen) in den letzten drei Jahrzehnten von etwa 10% auf 90% gestiegen ist.⁴

Ein weiterer Unterschied: Während in den 1990ern vor allem im Privatsektor neue Stellen geschaffen wurden, beschränken sich die heutigen Stellenzuwächse primär auf staatliche oder staatsnahe Sektoren. Laut der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) spielt der öffentliche Sektor in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften eine wichtige Rolle. Er beschäftigt etwa jeden fünften Arbeitnehmer und hat damit einen erheblichen Einfluss auf die nationale Produktivität.⁵ Man kann annehmen, dass dieser Sektor aufgrund der fehlenden Gewinnanreize und hohen Bürokratie weniger produktiv ist als andere Sektoren.

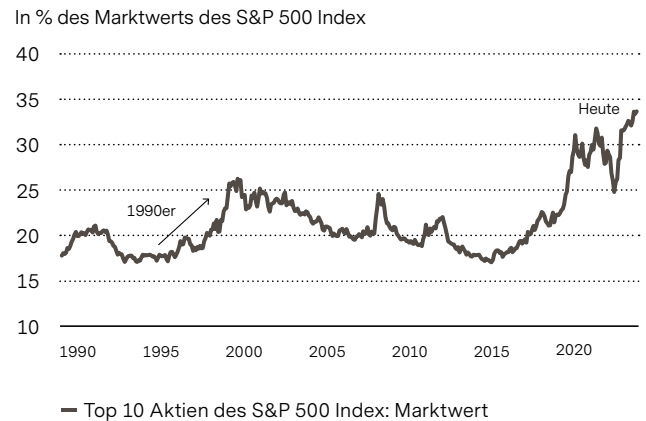
Ein weiterer Punkt: Gemäss dem «Index of Economic Freedom» der Heritage Foundation befindet sich die wirtschaftliche Freiheit in den USA seit Jahren im Sinkflug.⁶ 1995 lag der Index noch bei knapp 77 Zählern, 2006 erreichte er seinen Höhepunkt mit 81 Zählern, heute liegt er bei nur noch 70 Zählern. Übersetzt bedeutet das, dass sich die «Standortbedingungen» im Vergleich zu den 1990ern verschlechtert haben (selbst in einem für seine Innovation bekannten Land wie den USA). Natürlich sind die USA immer noch ein beliebtes Ziel für Innovationen, aber es gibt heute mehr Bürokratie.

Nicht nur das geschäftliche Umfeld, auch das inflationäre Umfeld ist heute ein anderes. Der heutige Arbeitsmarkt ist deutlich angespannter als der Arbeitsmarkt der 1990er (das heisst, die Nachfrage nach Arbeitskräften übersteigt das Angebot an Arbeitskräften deutlich). Diese Verknappung am Arbeitsmarkt birgt Aufwärtsrisiken für die Lohninflation und damit auch für die Gesamtinflation.

Zudem hat sich die Globalisierung der 1990er spätestens mit der globalen Finanzkrise in eine «Slowbalisierung» verwandelt – oder in den Worten des Internationalen Währungsfonds: Eine anhaltende Verlangsamung des Tempos der Handelsreformen und eine schwindende politische Unterstützung für den offenen Handel inmitten wachsender geopolitischer Spannungen.⁷

Grafik 3: Heute wie damals sind private Akteure führend

Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 13. Mai 2024.

Grafik 4: Eindrückliche Hausse bei steigender Konzentration

Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 28. Mai 2024.

Implikationen für Anleger

Was haben die 1990er für die Anleger in petto gehalten? Erstens waren die 1990er von einer US-amerikanischen Outperformance gegenüber anderen Ländern geprägt. Das Wachstum des realen US-Bruttoinlandsproduktes übertraf das des europäischen oder japanischen um ein Vielfaches. Ähnliches lässt sich auch heute beobachten. Die OECD hat im Mai ihre Prognose für das globale Wirtschaftswachstum auf 3,1% (2024) angehoben, dabei aber auf die starke regionale Divergenz hingewiesen. Laut OECD werde die «anhaltende Schwäche in Europa und Japan durch die USA kompensiert».⁸

Zweitens waren die 1990er von einer US-Dollar-Hausse geprägt. Nach der «weichen Landung» (1995) setzte der US-Dollar zu einem Höhenflug an. Dies ist nicht zuletzt auch im Hinblick auf die starke US-Wirtschaft wenig überraschend. Interessant ist auch, dass die normalerweise negative Korrelation zwischen dem «Greenback» und Rohstoffen in den 1990ern ins Positive kehrte.⁹

Drittens fand in den 1990ern eine beachtliche Aktienmarkthausse statt (die im März 2000 mit dem Platzen der Dotcom-Blase endete). Damals wie heute ging die Aktienmarkthausse mit einer gewissen Konzentration am Aktienmarkt zusammen. 1990 machten die zehn grössten Aktien im S&P 500 rund 17% des Index aus, Ende der 1990er knapp 25%. Heute machen sie mehr als 33% des Index aus (nach Marktkapitalisierung, Grafik 4).

Heute ist die Ausgangslage für Anleger insofern besonders, als dass die Zusammensetzung des S&P 500 deutlich technologieelastiger ist. Der Anteil der Technologieaktien hat sich im Vergleich zu Mitte der 1990er fast verdoppelt. Die grosse Frage ist, wieviel vom KI-Hype bereits eingepreist ist. Die heutigen Aktienbewertungen sind eher hoch, könnten aber steigen, wenn die KI die Gewinnspannen noch weiter erhöht.

Das Auf und Ab bei geldpolitischen Lockerungen



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Jüngste Wirtschaftsdaten lassen vermuten, dass es bald stärkere Gründe für Zinssenkungen geben könnte. Dafür spricht insbesondere das nachlassende Wachstum bei den Detailhandelsumsätzen nach einer zunächst robusten Entwicklung zu Beginn des Jahres. Dieser Trend deutet auf eine mögliche Verlangsamung der Konsumausgaben hin, die bislang ausschlaggebend für eine nachhaltige Wirtschaftsstärke waren und somit geldpolitische Entscheidungen beeinflussen könnten.

Blickt man auf die realen Detailhandelsumsätze (Gesamtumsätze geteilt durch den Konsumentenpreisindex), dann ist auch hier ein Rückgang auf den Aufwärtstrend oder gar darunter zu erkennen, der zwischen der globalen Finanzkrise und der Pandemie vorherrschte. Jeder Hinweis auf eine Konsumflaute ist ein Argument für Zinssenkungen. In letzter Zeit sind die Wirtschaftsdaten generell recht schwach ausgefallen. So blieben die Überraschungsindizes zur Konjunktur von Bloomberg und Citigroup hinter den Erwartungen zurück.

Der Effekt auf die impliziten US-Leitzinsen an den Futures-Märkten war verhalten. Nahezu unstrittig ist, dass die Fed im Juni die Zinsen wohl nicht senken wird. Am Futures-

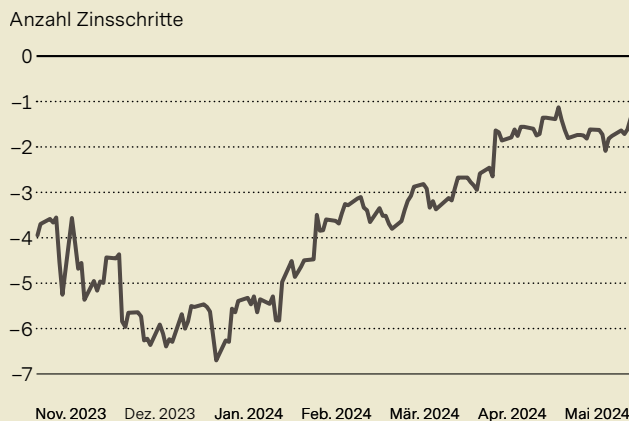
Markt für den US-Leitzins werden daher nun knapp zwei Zinssenkungen von jeweils 25 Basispunkten bis zum Jahresende antizipiert (Grafik 1). Dies ist zwar deutlich weniger als die aggressiven Lockerungen, von denen man im Januar ausgegangen war, reichte jedoch aus, um die Anleger wieder für Anleihen zu interessieren, vor allem für 10-jährige US-Staatsanleihen. Noch vor wenigen Wochen erschien ein deutlicher Zinsanstieg auf mehr als 5% wahrscheinlich. Daher sorgte die jüngste Entwicklung bei vielen Anlegern für eine willkommene Erleichterung.

Mit ruhiger Hand voran

Unser Ausblick für Investment-Grade- und Hochzinsanleihen des Unternehmenssegments bleibt unverändert. Die äusserst engen Renditeaufschläge veranlassen uns zu mehr Vorsicht, da sie auf bis zum Äussersten ausgereizte Bewertungen hindeuten. Derzeit bieten sowohl Investment-Grade-Anleihen (Grafik 2) als auch Hochzinsanleihen nur minimalen Schutz.

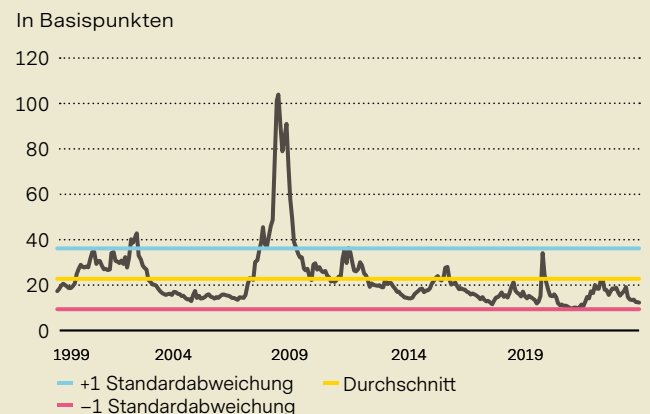
Unsere Prognose für die Gesamtwirtschaft, in der wir von einem leicht höheren Wachstum ausgehen, favorisiert tendenziell zyklische Anlageklassen wie Aktien und Rohstoffe gegenüber Anleihen. Wir bekräftigen daher unsere Untergewichtung in Investment-Grade- und Hochzinsanleihen, zumal uns deren Bewertungen nicht sonderlich attraktiv erscheinen. Was die Steuerung des Zinsrisikos betrifft, haben wir eine klare Präferenz. Anstatt durch das weniger vorteilhafte Terrain von Investment-Grade- oder Hochzinsanleihen zu navigieren, konzentrieren wir uns auf Staatsanleihen.

Grafik 1: Vom Markt eingepreiste Anzahl von Zinsschritten der Fed für 2024



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 24. Mai 2024.

Grafik 2: Minimales Sicherheitsnetz¹⁰



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 23. Mai 2024.

KI-bezogene Aktien: Was kosten sie und was sind sie wert?



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

Aktien rund um künstliche Intelligenz (KI) waren für die seit Jahresbeginn hervorragende Entwicklung der Aktienmärkte ausschlaggebend und setzten somit den Trend des Vorjahres fort. Das schlägt sich in den Bewertungskennzahlen nieder. Was bedeutet das für Anleger?

Nvidia, ein führender Anbieter von Grafikprozessoren, die für maschinelles Lernen und Datenanalysen unerlässlich sind, hat seit Jahresbeginn mehr als 30% der absoluten Rendite des S&P 500 Index beigetragen (Grafik 1). Der Aktienkurs des Unternehmens knackte im letzten Monat erstmals die Marke von 1000 US-Dollar, nachdem es Rekordumsätze im ersten Quartal sowie optimistische Prognosen für das zweite Quartal veröffentlicht hatte, während CEO Jensen Huang vom «Beginn einer neuen industriellen Revolution» sprach. Daraus schliessen Investoren, dass diese Dynamik von Dauer sein könnte.

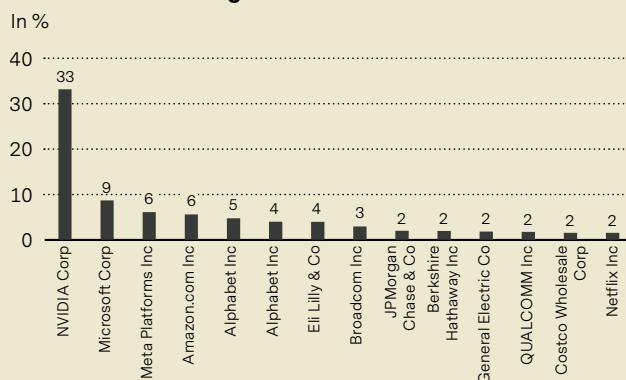
Das Wachstum bei KI-Technologien wird von der starken Nachfrage nach Anwendungen – von Dienstleistungen über Hardware bis Software – in ganz unterschiedlichen Sektoren angetrieben, darunter das Gesundheitswesen, die Automobilbranche oder das Finanzwesen, um nur einige zu nennen. Sie versprechen den Anwendern Effizienz-

und Produktivitätsgewinne, Kosteneinsparungen und neue Ertragsströme. Mehrere andere Unternehmen, wie Alphabet, Microsoft und Meta Platforms, konkurrieren in diesem Bereich und profitieren vom KI-Boom.

Die brennende Frage der Anleger: Was ist das wert?

Nachdem KI-bezogene Aktien in den letzten Jahren stark gestiegen sind, werden ihre Bewertungen aktuell genau überprüft, insbesondere im Vergleich zur Dotcom-Blase des Jahres 2000. Damals erlebten die Märkte einen Spekulationsrausch rund um Internetfirmen, deren Bewertungen sich häufig von den finanziellen Fundamentaldaten abkoppelten. So hatten die sogenannten «Four Horsemen» (Microsoft, Intel, Cisco, Dell) im Jahr 2000 auf Basis prognostizierter Gewinne ein durchschnittliches Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)¹¹ von beinahe 90x. Gegenüber den heutigen sogenannten «Fantastic Four» (Meta, Nvidia, Microsoft, Amazon), die mit einem KGV von 28x notieren, bedeutet dies einen Bewertungsaufschlag von sage und schreibe 230% (Grafik 2). Wenngleich KI-bezogene Aktien hohe Bewertungen aufweisen, werden diese gewöhnlich durch ein berechenbares Gewinnwachstum, robuste Ertragsströme und handfeste technologische Fortschritte untermauert. Die Nachhaltigkeit der Bewertungen hängt von weiteren Fortschritten und der kontinuierlichen Einführung von KI-Technologien ab, deren Markt in den nächsten zehn Jahre auf fast 3 Billionen US-Dollar geschätzt wird. Wir beobachten das Risiko von Überbewertungen und Marktkorrekturen genau glauben jedoch, dass die derzeitigen Fundamentaldaten solider sind als zu Zeiten der Dotcom-Blase. Den US-Aktienmarkt, wo KI- und technologiebezogene Aktien 40% der gesamten Marktkapitalisierung ausmachen, sehen wir auch deshalb positiv.

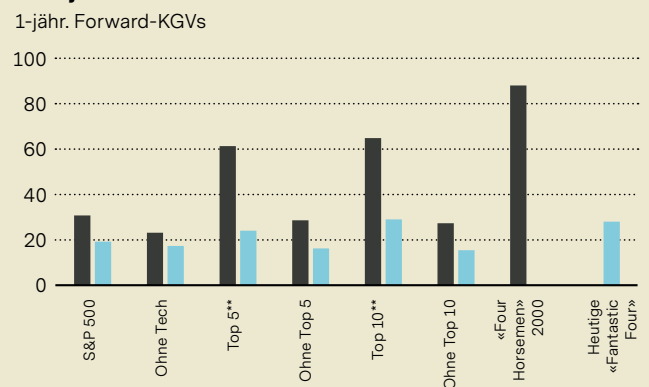
Grafik 1: Die 15 stärksten Komponenten des S&P 500 Index seit Jahresbeginn



— Beitrag zur Index-Performance seit Jahresbeginn in %

Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 28. Mai 2024.

Grafik 2: 2000 und heute – Bewertungen gemessen an 1-jähr. Forward-KGVs



— März 2000
— Heute

** Nach Marktkapitalisierung

Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 23. Mai 2024.

Süsse oder bittere Schokolade?



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Kakao kannte seit Anfang 2023 nur eine Richtung: nach oben. Nach einer über 70-prozentigen Performance im Jahr 2023 und einem zeitweisen Anstieg von über 150% im bisherigen Verlauf von 2024 kam es zu einer ganz und gar nicht süssen Überraschung (Grafik 1).

Aus fundamentaler Sicht erhalten die Preise weiter Unterstützung. Westafrika, das für rund 80% des globalen Kakaoangebots verantwortlich ist, leidet seit Längerem unter extremem Wetter. Kakao benötigt ein tropisches Klima, allerdings auch ausreichend Schatten und Niederschlag. Durch unregelmässige Regenfälle und erhöhte Temperaturen konnten viele Blüten nicht zu Kakaoschoten heranreifen. Hinzu gesellen sich Pflanzenkrankheiten wie die Viruserkrankung CSSD («Cacao Swollen Shoot Disease»), die in Ghana rund 17% aller Anbauflächen betrifft. Die Situation wird durch jahrzehntelange Unterinvestitionen in den Sektor verschärft.

Westafrikanische Kakaobauern – meist Kleinbauern – erhalten nur einen geringen Anteil an der Wertschöpfungskette. Dies hat die Neubepflanzung behindert und zu überalterten Kakaobäumen geführt. Da die Kakaopreise

oft im Voraus von den Regierungen festgelegt werden, haben 2023 die wenigsten Bauern von der Hausse profitiert. Obwohl die jüngsten Wetterprognosen für Westafrika Hoffnungen auf eine bessere Kakaoernte beflügelt haben, ist es damit nicht getan.

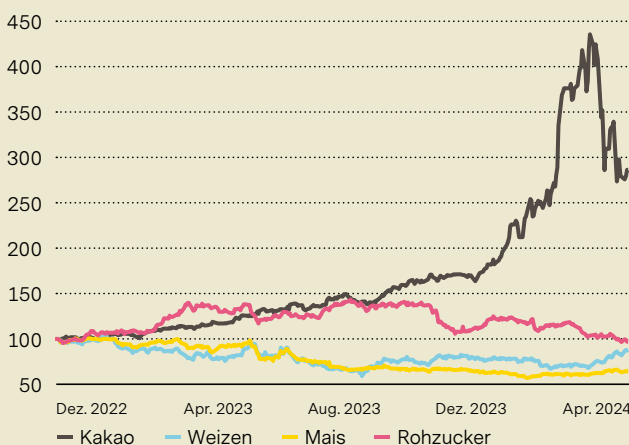
Längerfristig sind die Landwirte auf höhere Preise angewiesen, damit sie in Neubepflanzung und Düngemittel investieren können. Gleichzeitig hat noch keine Nachfragezerstörung eingesetzt: die für April veröffentlichten Grinding-Zahlen (ein Nachfrageindikator) fielen stärker als erwartet aus. Die Internationale Kakao-Organisation geht denn auch für dieses Jahr von einem Angebotsdefizit (374.000 Tonnen) aus. Sollte sich dies bewahrheiten, wäre es das dritte Defizit in Folge (Grafik 2).

Der Haupttreiber für den Kurseinbruch dürfte eher auf der Handelsseite zu finden sein. Höhere Margenanforderungen haben es für Händler teurer gemacht, ihre Positionen zu halten, sodass viele ihre Positionen aufgegeben haben. Infolgedessen ist die Anzahl der offenen Kontrakte in New York auf den tiefsten Stand seit mehr als zehn Jahren gefallen. Dies macht den Markt noch anfälliger für grosse Preisschwankungen.

Da Kakao eher ein Nischendasein fristet und nicht Teil der gängigen Rohstoffindizes ist, haben die Kursschwankungen keine Auswirkungen auf deren Performance. Anders sieht es für Kakaolieferanten und Süsswarenhersteller aus: ein grosser Schweizer Chocolatier hat bereits angekündigt, dass man die noch immer hohen Kakaopreise an die Kunden weitergeben werde.

Grafik 1. Kakao-Performance stellt die anderer Agrarrohstoffe in den Schatten

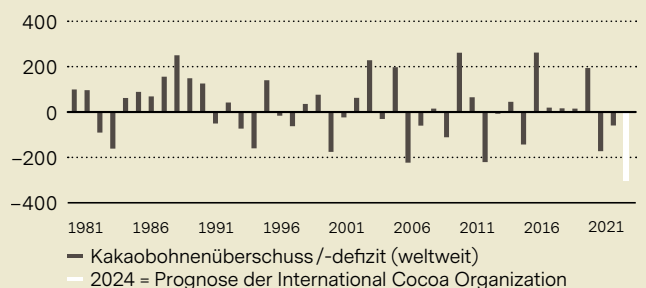
Umgerechnet auf 100 = Anfang 2023



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 24. Mai 2024.

Grafik 2: Drittes Kakao-Defizit in Folge?

In tausend Tonnen



Anmerkung: Daten über die Vermahlung und Produktion von Kakaobohnen. Erfasst werden die wichtigsten Vermahlungsländer für die letzten drei Kakaojahre. Das Kakaojahr läuft vom 1. Oktober bis zum 30. September.

Quelle: International Cocoa Organization, Vontobel. Daten per 24. Mai 2024.

Neue Dynamik in Sachen Währungsstärke



— Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Bislang behielt der US-Dollar in diesem Jahr seine starke Entwicklung bei, indem er gegenüber den meisten Hauptwährungen aufwertete (Grafik 1). Dies ist auf die schleppenden Fortschritte im Kampf gegen die Inflation in den USA zurückzuführen, die zu einer erheblichen Veränderung der Anlegererwartungen gegenüber Zinssenkungen durch die Fed geführt haben. In Verbindung mit derart langsamen Fortschritten bei der Inflationsbekämpfung hat ein starkes Wirtschaftswachstum die Hoffnung auf niedrigere US-Leitzinsen gedämpft.

Geldpolitisch gesehen hat das Zinsgefälle den US-Dollar sehr begünstigt, da es sich in Anbetracht der angepassten Zinssenkungserwartungen ausweitete, was dem Greenback Unterstützung bot (Grafik 2). Der US-Dollar hat sich 2024 bis dato erstaunlich widerstandsfähig gezeigt. Nachdem sich die Markteinschätzungen zur Zinspolitik der Fed rapide geändert haben, könnte er allerdings anfälliger für Daten werden, die künftig für deutlichere Zinssenkungen sprechen.

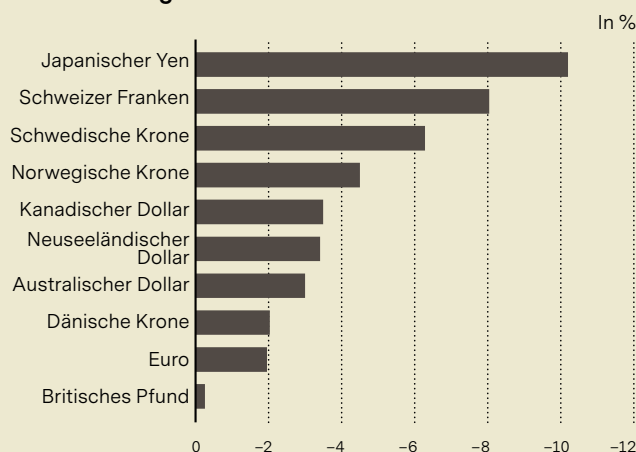
Dominanter US-Dollar trifft auf robusten Euro

Die jüngsten Entwicklungen legen nahe, dass der US-Dollar vorerst unvermindert stark bleiben dürfte. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich die Konjunkturnachrichten aus der Eurozone verbessern werden, was zu einer Verlagerung der wirtschaftlichen Dynamik zwischen Euro und US-Dollar führen könnte.

Sollten wir mit unserer Annahme richtig liegen, könnten von nun an weitere Kursverluste des Euro gegenüber dem Dollar begrenzt ausfallen. Die Renditedifferenz zwischen zweijährigen Euro-Staatsanleihen und zweijährigen US-Staatsanleihen ist auf ein neues Tief von ca. -205 Basispunkten im April (nach -150 Basispunkten im Januar) gefallen, während der Euro gegenüber dem US-Dollar im gleichen Zeitraum um 3% abwertete. Unlängst hat sich die Renditedifferenz wieder etwas verringert (auf -185 Basispunkte) und der Euro konnte einen Teil der Verluste wettmachen.

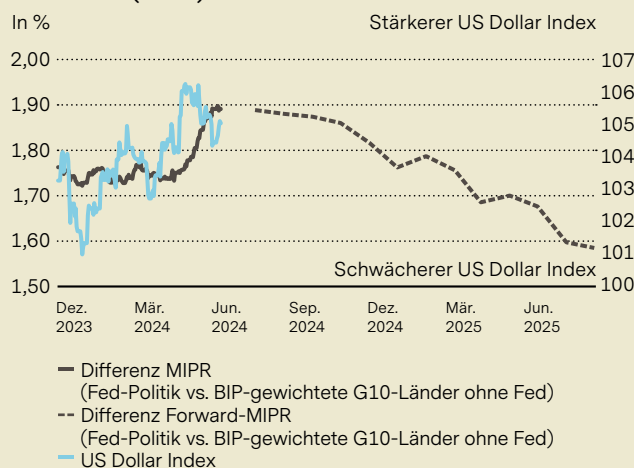
Die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB vor der Fed ihren Leitzins senken wird, ist am Markt bereits eskomptiert. Für eine Parität zwischen dem Euro und dem Dollar wird dies möglicherweise nicht ausreichen, denn dafür müsste es bei der Fed zu einer weiteren Kursänderung in Richtung höherer Zinsen und/oder einer beträchtlichen Konjunkturabschwächung in der Eurozone kommen. Wir gehen jedoch nicht von einem solchen Szenario aus.

Grafik 1: Entwicklung Kassakurse gegenüber US-Dollar seit Jahresbeginn



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 24. Mai 2024.

Grafik 2: Zinsgefälle der marktimplizierten Leitzinsen (MIPR)



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 24. Mai 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	3,0	2,3	2,7	2,6
Eurozone	3,4	0,4	0,4	0,7	1,4
USA	1,9	2,5	3,0	2,4	1,8
Japan	1,0	1,9	-0,2	0,6	1,1
Grossbritannien	4,5	0,3	0,2	0,5	1,2
Schweiz	2,7	0,7	0,6	1,2	1,5
Australien	3,8	1,9	2,1	1,4	2,2
China	3,0	5,2	5,3	4,9	4,5

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

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR	2,50	4,50	4,50	3,60	2,80
USD	4,50	5,50	5,50	5,25	4,35
JPY	-0,10	-0,10	0,08	0,07	0,26
GBP	3,50	5,25	5,25	4,85	3,80
CHF	1,00	1,75	1,50	1,09	0,90
AUD	3,10	4,35	4,35	4,30	3,70
CNY	3,65	3,45	4,35	4,25	n.a.

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR (Deutschland)	2,6	2,0	2,60	2,25	2,21
USD	3,9	3,9	4,47	4,20	3,92
JPY	0,4	0,6	1,01	0,99	1,16
GBP	3,7	3,5	4,26	3,81	3,55
CHF	1,6	0,7	0,82	0,78	0,89
AUD	4,1	4,0	4,31	4,16	3,91

WECHSELKURSE	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
CHF je EUR	0,99	0,93	0,99	0,99	1,00
CHF je USD	0,94	0,84	0,92	0,92	0,91
CHF je 100 JPY	0,72	0,60	0,58	0,61	0,62
CHF je GBP	1,12	1,07	1,16	1,16	1,16
USD je EUR	1,06	1,10	1,08	1,07	1,10
JPY je USD	130,00	141,00	157,00	152,00	146,00
USD je AUD	0,67	0,68	0,66	0,67	0,68
GBP je EUR	0,88	0,87	0,85	0,86	0,86
CNY je USD	6,91	7,10	7,24	7,22	7,15

ROHSTOFFE	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
Brent-Rohöl, USD je Barrel	86	77	81	85	82
Gold, USD je Feinunze	1824	2063	2336	2200	2200
Kupfer, USD je Tonne	8372	8559	10418	9000	9800

¹ Neuste verfügbare Quartalsdaten

² Neuste verfügbare Monatsdaten, G20-Daten nur vierteljährlich

Quelle: Vontobel, jeweilige Statistikämter und Zentralbanken, Stand: 24. Mai 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.

16 Rechtliche Hinweise

3. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

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

Informationen für Kunden aus Deutschland

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

Additional information for US institutional clients

In the United States of America, this publication is being distributed solely to persons that qualify as major US institutional investors under SEC Rule 15a-6. Vontobel Securities, Inc. accepts responsibility for the content of reports prepared by its non-US affiliate when distributed to US institutional investors. US investors who wish to effect any transaction in securities mentioned in this report should do so with Vontobel Securities, Inc. at the address hereafter and not with Bank Vontobel AG: Vontobel Securities, Inc., 1540 Broadway, 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.

Glossar und Quellen

- ¹ Eine weiche Landung bezieht sich auf eine Wirtschaft, die sich in einem zyklischen Abschwung befindet und der es gelingt, eine Rezession zu vermeiden, oft im Zusammenhang mit der Geldpolitik und der Inflation.
- ² Bei einer «Lohn-Preis-Spirale» lösen die hohen Lohnforderungen der Arbeitnehmer immer höhere Inflation aus (da die Unternehmen die durch Lohnerhöhungen entstandenen höheren Kosten an die Kunden weitergeben, indem sie die Preise erhöhen).
- ³ Die Federal Funds Rate ist der Zinssatz, zu dem Einlageninstitute Guthaben bei der Fed über Nacht an andere Einlageninstitute verleihen.
- ⁴ Quelle: Ederer, Florian & Pellegrino, Bruno, The Great Startup Sellout and the Rise of Oligopoly (11. Januar 2023). AEA Papers & Proceedings, Bd. 113, Mai 2023. ssrn.com/abstract=4322834
- ⁵ Quelle: Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (2021): www.oecd-ilibrary.org/sites/75f92d89-en/index.html?itemId=/content/component/75f92d89-en.
- ⁶ Laut Heritage Foundation steht es dem Einzelnen in einer wirtschaftlich freien Gesellschaft frei, nach Belieben zu arbeiten, zu produzieren, zu konsumieren und zu investieren. In wirtschaftlich freien Gesellschaften lassen Regierungen den freien Verkehr von Arbeit, Kapital und Gütern zu und verzichten auf Zwang oder Einschränkung der Freiheit über das Mass hinaus, das zum Schutz und zur Erhaltung der Freiheit selbst erforderlich ist. Der Index of Economic Freedom basiert auf 12 quantitativen und qualitativen Faktoren, die in vier Kategorien unterteilt sind (Rechtsstaatlichkeit, Grösse der Regierung, Regulatorische Effizienz, Offene Märkte).
- ⁷ Quelle: Internationaler Währungsfonds, Artikel publiziert am 8. Februar 2023. www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/02/08/char-ting-globalizations-turn-to-slowbalization-after-global-financial-crisis#:~:text=The%20%E2%80%9Cslowbalization%E2%80%9D%20that%20followed%20the,trade%20amid%20rising%20geopolitical%20tensions.
- ⁸ Quelle: Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, 2. Mai 2024: www.oecd.org/newsroom/economic-outlook-steady-global-growth-expected-for-2024-and-2025.htm.
- ⁹ Die meisten Rohstoffe werden in US-Dollar gehandelt. Wenn der US-Dollar abwertet, während die auf US-Dollar lautenden Rohstoffpreise steigen, ist der Anstieg der Rohstoffpreise in den Volkswirtschaften ausserhalb der USA, gemessen in Landeswährung, geringer (Rohstoffe werden also für Volkswirtschaften ausserhalb der USA attraktiver).
- ¹⁰ Der Breakeven-Spread gibt die Sicherheitsmarge für Unternehmensanleihen an. Dies ist das Niveau, auf das der Spread ansteigen müsste, damit die Überschussrendite über 12 Monate negativ wird.
- ¹¹ Forward P/E ist ein Multiplikator, der zur Bewertung der Aktien eines Unternehmens verwendet wird. Er wird berechnet, indem der aktuelle Marktpreis der Aktie durch den prognostizierten Gewinn pro Aktie für die nächsten 12 Monate geteilt wird.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

