

Vontobel

Investors' Outlook

2023 –
eingestellt auf Wendepunkte



Februar 2023

2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Umschichtungen bei Aktien dank positiver Entwicklungen

6 Markt-Highlights

«Quo vadis», chinesischer Immobilienmarkt?

8 Viewpoint

Heutige Herausforderungen zeitigen Folgen für die Gesellschaft

12 Anlageklassen im Fokus

16 Prognosen

Impressum

Herausgeber

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Redaktion

Sarah Davies
Corinne Gretler
Thomas Mahn

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

Zeno Staub

Chief Executive Officer,
Vontobel

Erscheinungsweise

Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe März 2023)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

2. Februar 2023

Bemerkungen

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

2023 – eingestellt auf Wendepunkte

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Endlich haben wir das «annus horribilis» 2022 hinter uns gelassen. Da und dort herrscht in der Wirtschaft zwar noch Pessimismus. Einige Marktbereiche sind aber mit Elan ins neue Jahr gestartet. Dies dank günstiger Entwicklungen, die Grund zur Hoffnung geben. Europa hatte Glück, was den Energieverbrauch angeht, waren doch die Festtage rund um den Jahreswechsel wärmer als üblich. So konnte der um eine Verschärfung der Energiekrise bangende Kontinent aufatmen. Die milden Temperaturen brachten Erleichterung, wenngleich Mitte Januar in Teilen Europas eine Kältewelle einsetzte. Trotz Ausschluss von russischem Gas aus der Beschaffungskette sind die europäischen Energiespeicher nun gefüllt, um für dieses Jahr auszureichen. Doch das für die Jahreszeit aussergewöhnliche Wetter führt uns einmal mehr vor Augen, dass die Welt mit dem Klimawandel ringt – eine ernste Herausforderung, die ihrerseits Energiebedenken schürt.

Für die vielleicht grösste und bedeutendste Überraschung sorgte zuletzt China, dessen Regierung nach fast drei Jahren schliesslich von ihren rigorosen Pandemie-Schutzvorkehrungen absah. Zudem ergriff sie Unterstützungsmassnahmen für Chinas leidenden Immobilienmarkt und lockerte die strikte Regulierung für grosse chinesische Technologieunternehmen. Das Zusammenspiel von Ankurbelung und Wiederöffnung der dortigen Wirtschaft dürfte ein gestärktes China aus der Rezession hieven. Dies wird auch der Weltwirtschaft Auftrieb verleihen. Den hat sie dringend nötig angesichts der weiter schwindenden Konjunkturdynamik in den USA und Europa.

Im Dialog zwischen China und den USA herrscht ebenfalls Tauwetter seit dem Weltwirtschaftsforum in Davos im Januar, wo sich US-Finanzministerin Janet Yellen und der chinesische Vizepremier Liu He darauf einigten, sich künftig reger über makroökonomische und finanzielle Themen auszutauschen. Dies lässt hoffen, dass sich die bilaterale Beziehung der zwei grössten Volkswirtschaften der Welt verbessert, besonders im Hinblick auf ihr bisher hinderliches Konkurrenzdenken und die aktuellen Spannungen bezüglich Technologie.



—
Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Die Inflation hat sich nun doch zügig abgeschwächt, vor allem in den USA. Dies nach einem Jahr voller Rezessionsängste, welche die Anleger plagten. Was bedeutet diese Wende für die kommenden Monate? Es kann durchaus sein, dass sich die konjunkturelle Lage zunächst weiter verschlechtert, bevor sie sich zum Besseren wendet, zumal die Zentralbanken in der ersten Jahreshälfte 2023 an ihrer straffen Geldpolitik festhalten könnten. Es sieht jetzt aber ganz danach aus, dass sich die letztjährigen Befürchtungen einer tiefen Rezession und einer hartnäckig hohen Inflation nicht bewahrheiten. Immer plausibler erscheint stattdessen unser Basisszenario einer kurzen und schwachen Rezession. Eine geringere Inflation und eine gelockerte Geldpolitik dürften das Wirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte fördern.

In dieser Ausgabe des Investors' Outlook erfahren Sie, wie wir die jüngste Entwicklung der Wirtschaft und der Finanzmärkte einschätzen. Wir erläutern auch, warum wir bei Schwellenländeraktien neue Chancen sehen, was wir für den Kupfermarkt erwarten und wie sich der US-Dollar weiterentwickeln sollte. Ich lege Ihnen ausserdem die Lektüre des jüngsten Investorenbriefs von Vontobel Chief Executive Officer Zeno Staub auf Seite 8 ans Herz. Unsere Asset Allocation präsentiert Ihnen Chief Investment Strategist Frank Häusler im Detail ab Seite 4.

Es ist mir stets eine Freude, meine Einschätzungen mit Ihnen zu teilen und als aktiver Investor die Anlagechancen bestmöglich zu nutzen, die sich im Jahresverlauf auftun werden.

→ Webcast

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



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Umschichtungen bei Aktien dank positiver Entwicklungen

Für Aktien und Gold bleiben wir positiv. Schwellenländeraktien haben wir herauf-, Schweizer Aktien herabgestuft. Für Anleihen und Rohstoffe bleiben wir neutral, in Liquidität untergewichtet.

Im Jahr 2022 erlebten wir eine beispiellose Straffung der Geldpolitik. Da es in der Regel Zeit braucht, bis Zentralbankmassnahmen auf die Realwirtschaft durchschlagen, signalisieren viele Wirtschaftsindikatoren weiterhin Schwäche. Daher ist eine Rezession in vielen Teilen der Welt nicht mehr auszuschliessen. Andererseits begünstigt Chinas Lockerung seiner rigorosen Pandemie-Schutzmassnahmen die Aussichten für die chinesische und die Weltwirtschaft. Positiv wirkt zudem die geringere Inflation, vor allem in den USA, bedingt durch die signifikant gesunkenen Preise für Energie und Waren. Die Zentralbanken sind sich dieser Verschiebungen bewusst. Wir rechnen mit einer Erhöhung der Zinsen durch die US-Notenbank Fed auf 5 Prozent. Auf diesem Niveau dürfte sie eine Weile verharren, abhängig vom US-Arbeitsmarkt. Dieser befindet sich trotz der restriktiven Fed-Politik weiter im Aufwind. Es gibt inzwischen aber erste Anzeichen einer Abschwächung: Die Unternehmen haben ihre Einstellungspläne zurückgefahren und mit Entlassungen begonnen, was den Weg für Zinssenkungen später im Jahr freimachen könnte.

Die Aktienmärkte starteten das Jahr mit Elan, unter anderem wegen der positiven Signale aus China, der Entspannung in der europäischen Energiekrise, der nachlassenden Inflation und Hoffnungen auf eine weniger

restriktive Geldpolitik. Angesichts der aktuellen makroökonomischen Begebenheiten richten wir uns etwas zyklischer aus und stufen Schwellenländeraktien von untergewichtet auf neutral herauf, halten aber an unserer positiven Gesamteinschätzung von Aktien fest. Schwellenländeraktien dürften von Chinas Wiederöffnung und Stützung seines leidenden Immobiliensektors sowie von der Abschwächung des US-Dollars profitieren. Die defensiveren und teureren Schweizer Aktien stufen wir hingegen von übergewichtet auf neutral herab.

An den Anleihenmärkten zeichnet sich eine Trendwende ab mit sinkenden Zinsen und sich verengenden Kreditrisiko-Spreads. Wir bleiben derzeit neutral für Anleihen, behalten das bisherige Gesamtgewicht bei und bevorzugen weiterhin Staatsanleihen sowie Schwellenländerpapiere. Investment-Grade-Anleihen stufen wir neutral, Hochzinsanleihen negativ ein. Nach unserer Einschätzung dürften sich die Zahlungsausfälle mehren, und die Spreads spiegeln die drohende Rezession nicht angemessen.

In Gold bleiben wir übergewichtet in der Überzeugung, dass sich der letztjährige Gegenwind aus restriktiver Fed, Dollarstärke und höheren Realrenditen in Rückenwind verwandeln wird. Bei Rohstoffen bleiben wir neutral. Details zu unserer Positionierung finden Sie in der Übersicht auf Seite 5 und in den Schwerpunkten zu den einzelnen Anlageklassen auf den Seiten 12 bis 15.

	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität		→				Da wir das aktuelle Umfeld als gute Einstiegsmöglichkeit für langfristige Anleger erachten, behalten wir das leichte Übergewicht in Aktien bei und damit auch das leichte Untergewicht in Liquidität.
2 Anleihen			→			Den Anleihenmärkten setzte die letztjährige Kombination aus steigender Inflation und restriktiver Geldpolitik stark zu. Gegen Jahresende hellte sich die Lage etwas auf: Die Zinsen und Kreditrisiko-Spreads sanken. Diese Dynamik setzte sich Anfang 2023 fort, wobei alle wichtigen Segmente positiv abschnitten. Auf ein Jahr hinaus gesehen, erwarten wir niedrigere Anleihenrenditen, da sich die US-Wirtschaft abschwächt und der Inflationshöhepunkt überwunden ist. Wir finden es aber zu früh für eine Übergewichtung. Daher behalten wir das Übergewicht in Staatsanleihen sowie in Schwellenländeranleihen in Hartwährung und das Untergewicht in Hochzinsanleihen bei und bleiben für Investment-Grade-Papiere neutral.
3 Aktien				→		Wir bleiben leicht übergewichtet in Aktien, da sich das allgemeine Umfeld seit der November-Sitzung unseres Investment Committee nicht wesentlich verändert hat. Zu Jahresbeginn lagen alle wichtigen Aktienindizes im Plus, unter anderem wegen der positiven Signale aus China, der Entspannung in der europäischen Energiekrise, der nachlassenden Inflation und Hoffnungen auf eine weniger restriktive Geldpolitik. Angesichts der aktuellen makroökonomischen Lage halten wir es für angebracht, uns etwas zyklischer auszurichten. Schwellenländeraktien stufen wir von untergewichtet auf neutral herauf. Sie dürften von Chinas Wiedereröffnung und Stützung seines leidenden Immobiliensektors sowie vom schwächeren US-Dollar profitieren. Die defensiveren und teureren Schweizer Aktien dagegen stufen wir von übergewichtet auf neutral herab. Unsere Haltung für die übrigen Regionen ändern wir nicht, bevorzugen also weiterhin US-Aktien und bleiben neutral für europäische und japanische Aktien. Das Wirtschaftswachstum dürfte zwar in den kommenden Monaten weiter abnehmen, doch die sinkende Inflation und das Ende des Fed-Zinserhöhungszyklus vermutlich um die Jahresmitte 2023 dürften Aktien ausreichend stützen.
4 Gold				→		In Gold bleiben wir übergewichtet. Das Edelmetall stand letztes Jahr unter Druck, da der restriktive Ton der Fed die Inflationserwartungen dämpfte, die Realrenditen stiegen und der US-Dollar erstarkte. Gold dürfte von der künftig weniger straffen Geldpolitik der Fed profitieren. Ausserdem gefällt uns Gold als Absicherung gegen geopolitische Eskalation oder unerwartete Inflationsschübe.
5 Rohstoffe			→			Für Rohstoffe bleiben wir weiterhin neutral. Aufgrund von Chinas Wiedereröffnung und Stützung seines Immobiliensektors sind die längerfristigen Aussichten für Rohstoffe attraktiv. Kurzfristig stehen dem aber zunehmende Rezessionsängste entgegen.
6 Alternative Strategien			→			Für alternative Anlagen sind wir insgesamt weiterhin neutral und halten an der bisherigen Positionierung aller Sub-Anlageklassen fest, d.h. neutral bei Immobilien, moderates Untergewicht in Hedgefonds.

«Quo vadis», chinesischer Immobilienmarkt?



Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel



Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

Jüngst dominierte die Wiederöffnung von Chinas Wirtschaft die Schlagzeilen. Deshalb traten die Nöte des chinesischen Immobiliensektors in den Hintergrund. Wir werfen einen Blick auf die Immobilienkrise unter Einbezug der Wiederöffnung.

Chinas Immobilienmarkt: einst Wunder-, heute Sorgenkind

Vor etwas mehr als einem Jahr erlangte China Evergrande weltweit traurige Berühmtheit. Kaum hatte der zweitgrösste Immobilienentwickler Chinas zugegeben, unter «enormem Druck» zu stehen und dass ein Ausfallrisiko bestünde, berichteten Medien von unfertigen Projekten, versäumten Kuponzahlungen und verärgerten Investoren, die ihr Geld zurückverlangten. Der chinesische Immobiliensektor hat schätzungsweise einen Anteil von 30 Prozent am BIP der Volksrepublik und wird auch als «weltweit grösste Anlageklasse» bezeichnet. Angesichts dieses Umfangs und Stellenwerts kam daher auch die Frage auf, ob China vor einem zweiten «Lehman Brothers»-Desaster stünde.

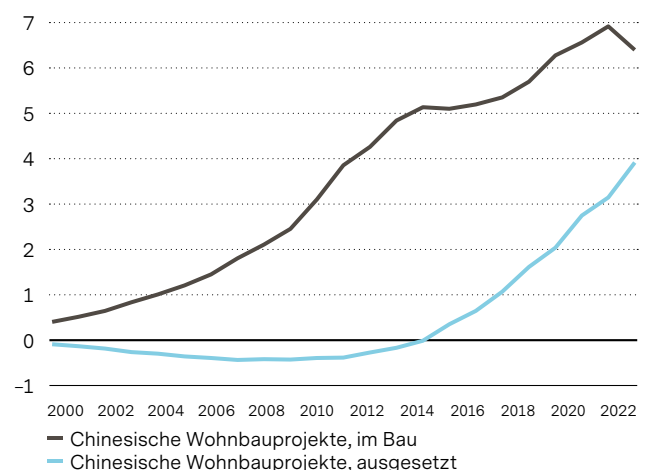
Immobilienentwickler im Fokus: fremdfinanziertes Geschäftsmodell plötzlich unter regulatorischer Kontrolle

Die Zahlungsschwierigkeiten von Evergrande und anderen Immobilienentwicklern kamen nicht von ungefähr. Jahrzehntlang hatte das Geschäftsmodell chinesischer Immobilienentwickler darin bestanden, erhebliches Fremdkapital für immer neue Bauprojekte aufzunehmen. Im Fall von Evergrande beliefen sich die Verbindlichkeiten konstant auf über 80 Prozent des Gesamtvermögens. Im August 2020 wurde dann die Politik der «Drei roten Linien» eingeführt und die Immobilienentwickler mussten bei der Kreditaufnahme plötzlich strenge finanzielle Auflagen erfüllen. Infolgedessen konnten viele unterfi-

nanzierte Immobilienentwickler ihre bereits verkauften Projekte nicht fristgerecht oder gar nicht fertigstellen, was wiederum potenzielle neue Bauherren vor Investitionen abschreckte (siehe Grafik 1).

Grafik 1: Teufelskreis: unterfinanzierte Immobilienentwickler müssen bereits verkaufte Projekte aussetzen

In Milliarden Quadratmetern (kumuliert)



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Hinweis: Die Daten beruhen auf offiziellen chinesischen Statistiken. Für die ausgesetzten Bauprojekte ist daher kein Ausgangswert bekannt, was für 2000 – 2014 zu einem negativen Nettowert führt.

So reagierte China

Während die chinesischen Aufsichtsbehörden weiterhin betonen, den überhitzten Immobilienmarkt abkühlen zu wollen, scheint im vergangenen Jahr ein Umdenken stattgefunden zu haben. So wurde beispielsweise im November ein 16-Punkte-Plan veröffentlicht, der Banken unter anderem mehr Spielraum bei der Kreditvergabe an Immobilienentwickler einräumt. Zusätzlich wurden sowohl die erforderliche Anzahlungssumme als auch die Hypothekenzinsen für Eigenheimbesitzer gesenkt, um Immobilienverkäufe anzukurbeln. Kurz darauf legte die People's Bank of China nach: Sie wies die Leiter der grossen chinesischen Banken an, einen aktiveren Vergabeansatz zu verfolgen, und versprach, bis März 2023 rund USD 28 Milliarden für die zinslose Refinanzierung entsprechender Kredite bereitzustellen. Auch die jüngste Abkehr Chinas von seiner Null-Covid-Politik sollte als positiver Impuls für Immobiliengeschäfte wirken und somit für mehr Umsatz der Immobilienentwickler sorgen. All dies dürfte das Risiko weiterer Zahlungsausfälle begrenzen und die Negativspirale aus finanziellem Druck für die Immobilienentwickler und sinkenden Immobilienverkäufen – vorläufig zumindest – stoppen.

Wie geht es weiter?

Auch 2023 dürfte China den Immobiliensektor mit einer Lockerung der regulatorischen Vorschriften und einer expansiven Geldpolitik weiter stützen. Zum Zeitpunkt der Abfassung dieses Berichts mehrten sich die Gerüchte um Pläne für eine Lockerung der Beschränkungen zur Vergabe von Hypothekendarlehen an Immobilienentwickler unter den «Drei roten Linien». Einen Haken gibt es jedoch: die strukturellen Herausforderungen, mit denen Chinas Immobilienmarkt zu kämpfen hat. Ein Beispiel hierfür ist der hohe Spekulationsgrad am Markt. In einem Land, in dem die Wohneigentumsquote bei beachtlichen 96 Prozent liegt (verglichen mit 65 Prozent in den USA), werden Immobilien nicht allein zu Wohnzwecken erworben. 2017 machten Zweit- oder gar Drittimmobilien mehr

als die Hälfte der Verkäufe im Binnenmarkt aus. Entsprechend schnellte die Leerstandsquote in die Höhe. Nach Schätzungen stand 2021 rund ein Fünftel der chinesischen Wohnungen leer.

Gleichzeitig ist Wohneigentum kaum noch erschwinglich. Sogenannte «First tier»-Städte in China gehören zu den teuersten Städten der Welt. In Peking stieg das Verhältnis zwischen dem Median der Hauspreise und dem Einkommen Ende 2021 auf über 25, verglichen mit rund 20 in Hongkong und nur 7 in den USA.

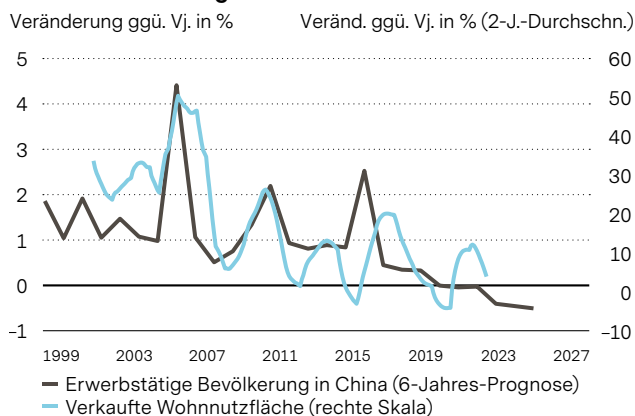
Hinzu kommt die ungünstige demografische Entwicklung. Den Vereinten Nationen zufolge wird die Zahl der Erwerbstätigen in China ab den 2030er Jahren rapide sinken und bis Ende des Jahrhunderts um nahezu zwei Drittel schrumpfen. Dies dürfte den Immobilienbedarf bzw. das Kaufinteresse verringern (siehe Grafik 2).

Solange die politischen Entscheidungsträger keine umfassende Sanierung zulassen, besteht die Gefahr, dass sich die strukturellen Probleme mit jedem Immobilienzyklus verschärfen. Für eine nachhaltige, langfristige Lösung sind ein deutlicher Schuldenabbau, mehr Zahlungsausfälle, eine ausgeprägte Rezession und beträchtliche Stützungsmaßnahmen seitens der Regierung wohl unumgänglich.

Darauf sollten Investoren achten

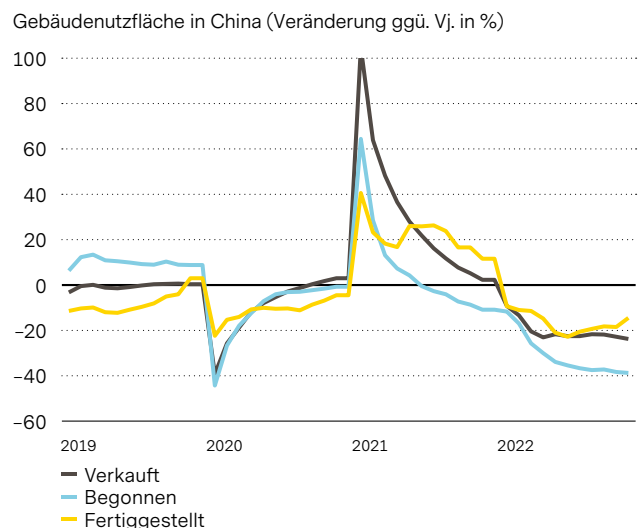
Es gibt eine Reihe von Indikatoren, die jeweils eine Trendwende oder zumindest Entspannung am Immobilienmarkt signalisieren. Einer davon ist die Erholung der Bautätigkeit. Diese müsste von den jüngsten politischen Massnahmen, vor allem den Fertigstellungen, angekurbelt werden (siehe Grafik 3). Ein weiterer wichtiger Indikator sind die Hauspreise, die seit 2022 landesweit sinken. Schliesslich bedarf es auch einer Erholung der Immobilienverkäufe. Chinesische Immobilientransaktionen blieben das ganze letzte Jahr hindurch historisch schwach.

Grafik 2: Schrumpfende Zahl Erwerbstätiger senkt Wohnraumnachfrage



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 3: Alle Blicke auf die Bautätigkeit gerichtet



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

8 Viewpoint



Heutige Herausforderungen zeitigen Folgen für die Gesellschaft



—
Zeno Staub
 Chief Executive Officer,
 Vontobel

Wenn wir in die Zukunft blicken, müssen wir uns der Tatsache stellen, dass viele der heutigen Herausforderungen nicht rasch aus dem Weg zu räumen sind und dass die Kosten für ihre Bewältigung erheblich sein werden. Dies wird unsere vielfältige Gesellschaft auf die Probe stellen.

Der Brief des CEO erschien erstmals im Dezember 2022.

Die Vorstellung, dass Geld, Sicherheit oder Energie umsonst zu haben sind, hat sich als Illusion erwiesen. Verfechter einer masslosen Geld- und Fiskalpolitik haben ihre Grenzen aufgezeigt bekommen: Wichtige Zentralbanken der Industrieländer sind nun gezwungen, die Zinsen zu erhöhen und die Geldmenge zu reduzieren. Und in Grossbritannien hat der Markt deutlich gezeigt, was er von weiteren Haushaltserhöhungen hält. Es ist klar, dass geld- oder fiskalpolitische Massnahmen nicht mehr dazu taugen, die Kosten der künftigen Herausforderungen auf die gesamte Gesellschaft zu verteilen oder aufzuschieben. Um es wirtschaftswissenschaftlich auszudrücken: Diese Krise verläuft eher «V»- als «U»-förmig.

Die durch den Ukraine-Krieg ausgelöste Energiekrise und die Folgen davon für die Energiepreise werden einen wesentlichen Einfluss darauf haben, wie wir die Herausforderung des Klimawandels angehen und wie rasch wir die dringend nötigen Massnahmen dagegen ergreifen können. Zudem steuert die Welt unaufhaltsam auf eine multipolare Ära zu. Der strategische Konkurrenzkampf zwischen den USA und China scheint sich rasant von einem Handelskrieg zu einem Technologiekrieg und weiter zu einem kalten Krieg zu entwickeln. Angesichts der jüngsten US-Sanktionen im High-Tech-Sektor und der Bekanntgabe der Führungsspitze der Kommunistischen Partei Chinas auf ihrem 20. Parteitag ist wohl keine baldige Entspannung in Sicht. Diese Entwicklungen werden aber

zumindest eine Neugestaltung der globalen Lieferketten und möglicherweise eine zunehmende Regionalisierung und höhere Stabilität nach sich ziehen. Kurzfristig werden die Energiekrise und die Erneuerung der Energieinfrastruktur auf der einen und die Neuausrichtung der Lieferketten auf der anderen Seite zu einem Anstieg der Konsumentenpreise im Westen führen und die globale Wirtschaftsleistung mindern. Indes tritt China nach der Lockerung seiner pandemiebedingten Einschränkungen wieder als globaler Schlüssellieferant in Erscheinung.

All dies hat Folgen für die Konsumenten der grossen westlichen Nationen, etwa höhere Ungewissheit und steigende Lebenshaltungskosten. In Europa befindet sich der Indikator für das Konsumentenvertrauen auf dem niedrigsten Stand seit mehr als 25 Jahren. In den USA, wo die direkten Auswirkungen des Ukraine-Kriegs viel weniger sichtbar sind, ist der Index für das Konsumentenvertrauen seit seinem Allzeithoch vor einem Jahr deutlich gefallen. Das sinkende Vertrauen beeinflusst auch die Entscheidungen dieser Menschen als Stimmberechtigte. Dies zeigt sich an den Wahlergebnissen in vielen westlichen Demokratien, in denen die politischen Lager immer weiter auseinanderdriften. Dafür verantwortlich sind Wähler der heutigen Mittelschicht, deren Entscheidungen von der Angst vor dem Verlust von Status und Wohlstand geprägt sind.

10 Viewpoint



Die herrschende Unsicherheit spiegelt sich auch im Edelman Trust Barometer, einem in den letzten Jahren häufig herangezogenen Stimmungsbarometer: Die Mehrheit der Befragten weltweit ist der Meinung, dass der Kapitalismus in seiner jetzigen Form der Welt mehr schadet als nützt. 33 Prozent der Befragten in 21 Demokratien sind zudem überzeugt, dass die Planwirtschaft besser funktioniere als die freie Marktwirtschaft.

Viele der betroffenen Länder haben in den letzten Jahren einen massiven demografischen Wandel erlebt: Die Gesellschaften sind im Hinblick auf ethnische Herkunft, Sprache oder Religion nicht mehr homogen. Sie haben daher grössere Schwierigkeiten, bei ihren demokratischen Prozessen zu einem Konsens zu gelangen. Häufig sehen sie sich aufgrund der Alterung der Bevölkerung mit Problemen bei der Deckung von Gesundheitskosten und der Vermögensverteilung konfrontiert. Diese Probleme müssen sie jetzt angehen. Doch wie wir aus der Volkswirtschaftslehre wissen, gestaltet sich die Lösungsfindung in einer vielfältigen Gesellschaft schwierig. Zudem geht es dabei um Lösungen, bei denen es nur ein paar bekannte und gut organisierte Verlierer geben wird zugunsten einer grösseren Anzahl fragmentierter, politisch planloser Gewinner. Wie soll das funktionieren?

In seinem aktuellen Buch «Das grosse Experiment – Wie Diversität die Demokratie bedroht und bereichert» stellt Yascha Mounk, Professor für International Affairs an der Johns Hopkins University, einige hoch interessante Thesen auf, die ich hier grob zusammenfassen möchte. Damit eine vielfältige Gesellschaft einen tragfähigen politischen Konsens erreichen kann, müssen ihre Institutionen und Regeln gewisse Voraussetzungen erfüllen:

- Erhöhung des Pro-Kopf-Vermögens, das allen Menschen unabhängig vom Einkommen einen würdigen Lebensstandard ermöglicht
- leistungsorientierte Chancengleichheit für alle, gestützt von gesellschaftlichem Zusammenhalt und sozialer Umverteilung, jedoch ohne eine Politik, die Minderheiten gezielt «bevormundet» und allzu oft das gesellschaftliche Verständnis eines solidarischen Miteinanders aushöhlt
- effektive und stabile Institutionen, denen die Bürger vertrauen und die für Rechtssicherheit und Gleichberechtigung sorgen
- gegenseitiger Respekt, z.B. zwischen Gewinnern und Verlierern bei demokratischen Prozessen, sowie gegenüber den Institutionen mit Aufsicht über den soziopolitischen Diskurs



Jeder Einzelne muss selbst beurteilen, wie die unterschiedlichen Gesellschaften im Hinblick auf diese Erfolgsfaktoren abschneiden. Der in der Financial Times veröffentlichte Artikel «Poor societies with some very rich people» regt dahingehend jedoch zum Nachdenken an, wie auch der US-amerikanische Think Tank «Fund for Peace» mit seinem «Fragile States Index». Die Tatsache, dass die Schweiz in vielen dieser Rankings weit oben zu finden ist, bestätigt die Qualität ihrer im Laufe der Jahrhunderte entstandenen Institutionen und Regeln. Zu Zeiten ihrer Gründung galten die Organisationsstrukturen der Schweiz als bahnbrechend: ein parlamentarisches System mit zwei Kammern, umfassende Unterstützung für die damals schwächeren Regionen, eine direkte Demokratie, föderale Strukturen sowie Subventionen für den grundlegenden Aufbau des Staates. Ein modernes Fürsorgewesen wurde zu Beginn des 20. Jahrhunderts eingeführt und ebnete den Weg aus dem Landesstreik der Eidgenossen.

Will eine vielfältige Gesellschaften ihre demokratischen Strukturen beibehalten, steht sie vor gewaltigen Herausforderungen. Zur Lösung vieler drängender Probleme braucht es Massnahmen, die der kurzfristigen Vorteilsmaximierung des Einzelnen entgegenstehen. Ein intensiver, offener und ehrlicher Dialog ist in diesem Zusammenhang entscheidend. Ich werde entsprechende Bestrebungen entschlossen unterstützen. Mit Blick auf 2023 wünsche ich Ihnen und Ihren Familien, Partnern und Freunden ein glückliches, gesundes und erfolgreiches neues Jahr.

Ende des Fed-Zinsanhebungszyklus in Sicht?



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Vorbei sind der letztjährige Pessimismus bei Anleihen und die besorgniserregend hohe Inflation, welche die Zentralbanken zur Straffung der Geldpolitik drängte. 2023 werden das Anpassen der Prognosen zum Zinshöhepunkt und das Abschätzen des Zeitpunkts künftiger Zinssenkungen die Anleihenrenditen beeinflussen.

Unsere neutrale Haltung gegenüber Anleihen ändern wir nicht. Wir bleiben übergewichtet in Staatsanleihen und Schwellenländeranleihen in Hartwährung, neutral für Investment-Grade-Unternehmensanleihen und untergewichtet in Hochzinsanleihen.

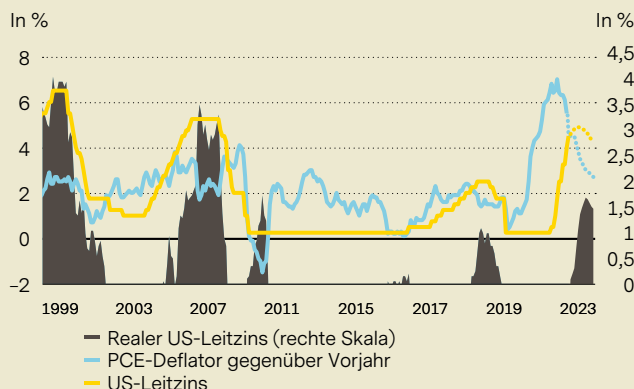
US-Leitzins nähert sich dem wirtschafts- und inflationsdämpfend wirkenden Niveau

Aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht sind positive kurzfristige Realzinsen notwendig, damit eine restriktive Geldpolitik zu einer Verlangsamung der Wirtschaft und im weiteren Verlauf auch der Inflation führt. Noch nie hat die US-Fed ihre Zinsanhebungen beendet, bevor der Leitzins über ihrem bevorzugten Inflationsmass lag. Falls sich die Konsensschätzungen für die PCE-Inflation (Preise für Waren und Dienstleistungen) weitgehend bestätigen und

die Fed die Zinsen wie erwartet anhebt (siehe gepunktete Linien in Grafik 1), wird der reale US-Leitzins im Februar 2023 ins Positive drehen und bis zum Jahresende 2 Prozent erreichen. Wir erwarten, dass die Fed die Zinsanhebungen drosseln wird. Der Markt geht von zwei Anhebungen um 25 Basispunkte bei den nächsten Treffen aus, womit der Leitzins bei 5 Prozent läge. Zinskürzungen erwartet der Markt Ende 2023. Doch laut Fed-Vertretern sollen die Zinsen länger hoch bleiben, bis sie der Meinung sind, dass sich die Inflation zuverlässig auf das 2-Prozent-Ziel zubewegt. Die Diskrepanz zwischen dem vom Markt eingepreisten und den Signalen der Fed dürfte dieses Jahr auf weite Strecken den Renditeverlauf bestimmen. Wir sind der Meinung, dass die Fed die Zinsen senken dürfte. Bis zur Jahresmitte dürften die Erhöhungen insgesamt 475 Basispunkte ausmachen – der aggressivste Anhebungszyklus seit Jahrzehnten. Dies dürfte zu einer Konjunkturabkühlung, einer weiter sinkenden Inflation, geringeren Renditen und einer steileren Renditekurve führen. Im weiteren Verlauf werden Anpassungen der Prognosen zum Zinshöhepunkt und das Abschätzen des Zeitpunkts künftiger Zinssenkungen die Anleihenrenditen beeinflussen. In der Vergangenheit begünstigte ein solches Umfeld, in dem die Zinsen immer noch steigen, aber die Inflation sich stabilisiert oder bereits sinkt, jeweils Staatsanleihen der Industrieländer.

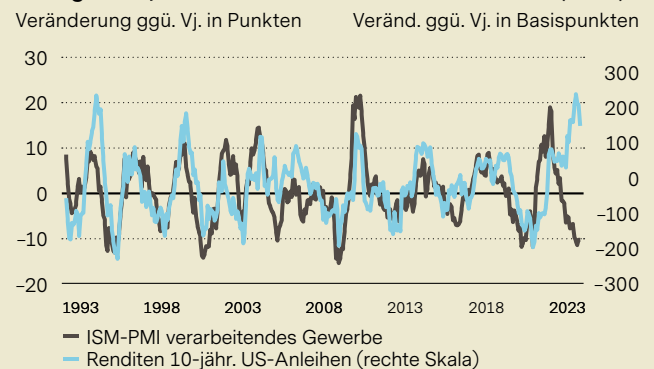
Bei Unternehmensanleihen bleiben wir in der Gesamtgewichtung defensiver als bei Staatsanleihen. Die Risikoaufschläge von Hochzinsanleihen finden wir zu wenig interessant. Schwellenländeranleihen dagegen sind attraktiv bewertet, und die Breakeven-Spreads bieten Schutz vor Verlusten.

Grafik 1: US-Leitzins nähert sich «restriktivem» Niveau



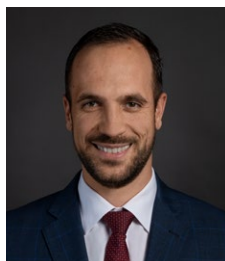
Quelle: Bloomberg, Vontobel

Grafik 2: Als Renditen und PMIs letztmals so stark divergierten, sanken die Renditen anschließend (1994)



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Schwellenländeraktien: das Schlimmste liegt hinter uns



—
Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

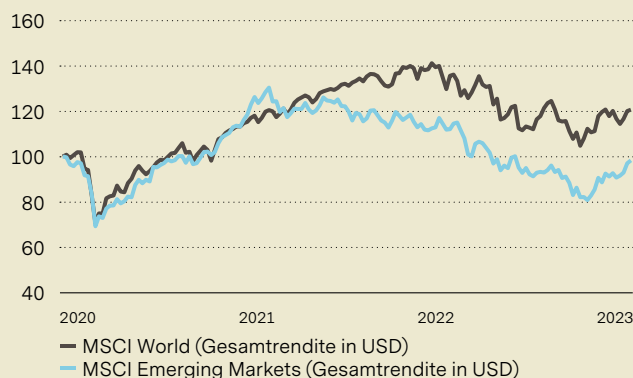
Schwächeres Wachstum in China und ein starker US-Dollar belasteten Schwellenländeraktien in den vergangenen zwei Jahren. Chinas Abkehr von seiner Null-Covid-Politik und das wohl baldige Ende des Zinsanhebungszyklus in den USA geben jetzt aber Grund zur Hoffnung. Wir erhöhen unsere Allokation auf neutral.

Für Schwellenländeraktien liegt die langfristige Anlagechance auf der Hand: Eine wachsende Bevölkerung und steigender Wohlstand treffen auf unterinvestierte Finanzmärkte. Anleger mit viel Ausdauer dürften also von höheren Unternehmensgewinnen und Aktienbewertungen profitieren. Die letzten Jahre haben aber gezeigt, dass dies nicht so einfach ist. Das Wirtschaftswachstum in Schwellenländern hat sich aufgrund der Pandemie und einschneidender Stilllegungen der Wirtschaft verlangsamt, besonders in China. Dass Schwellenländeraktien schlecht abschnitten, war jedoch wesentlich der Unternehmensführung (Governance) zuzuschreiben. Zum einen mussten Aktionäre Kapitalverwässerungen hinnehmen, zum anderen schreckt die politische Unsi-

cherheit in den Schwellenländern viele Anleger ab, da der Staat als Aktionär oft besser gestellt wird als die übrigen Aktionäre. Die genannten Faktoren – die positiven wie die negativen – dürften noch länger bestehen. Mittelfristig rechnen wir jedoch mit einem positiven Trend. In den letzten zwei Jahren verloren Schwellenländeraktien gegenüber Industrieländeraktien rund 20 Prozent (siehe Grafik 1). Es gibt gewiss schlechtere Einstiegszeitpunkte, zumal auch die Zweitgenannten 2022 deutlich verloren. Die attraktive Bewertung ist ein Aspekt. Auch der fundamentale Ausblick verbessert sich bzw. kann nicht viel schlimmer werden. Die Konsumentenstimmung in China ist wegen der Null-Covid-Politik am Boden. Doch die Regierung vollzog Ende 2022 eine Kehrtwende. Hochfrequenzdaten wie das U-Bahn-Passagieraufkommen steigen und bestätigen die Wiederöffnung des grössten Schwellenlandes. Auch das regulatorische Umfeld in China ist weniger rigide geworden, vor allem im gebeutelten Immobilienmarkt als wichtigster Branche. Die Zentralbank hat die Vergabe neuer Kredite an Immobilienentwickler vereinfacht. Der Staat geht auch weniger streng gegen grosse chinesische Technologieunternehmen vor. Dies ist wichtig für die technologieelastigen Aktienindizes der Schwellenländer. Auch andere wichtige Aktienmärkte Asiens wie Taiwan und Südkorea dürften von Chinas Erholung profitieren. Zudem rechnen wir mit einer Aufhellung der globalen Aussichten. Die sinkende Inflation und eine weniger restriktive Fed könnten den US-Dollar schwächen. Dies beflügelt Schwellenländeraktien in der Regel (siehe Grafik 2), weshalb wir sie nicht länger untergewichten.

Grafik 1: Schwellenländeraktien seit zwei Jahren im Hintertreffen

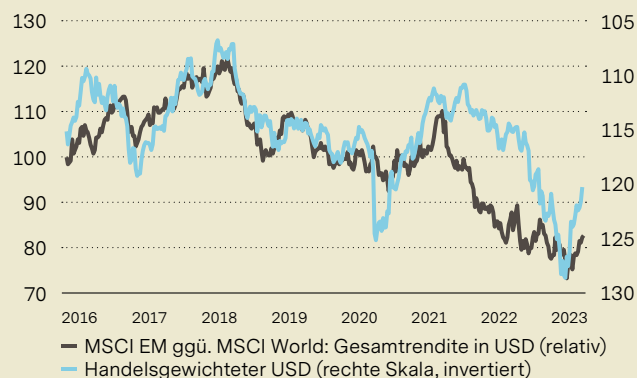
Indexiert bei 100



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 2: Aufwind für Schwellenländeraktien dank US-Dollar-Schwäche

Indexiert bei 100



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Zeit, den Puls zu messen, Doktor Kupfer



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Kupfer legte einen kraftvollen Jahresstart hin dank positiver Nachrichten aus China und weiteren begünstigenden makroökonomischen Faktoren. Die Rally könnte sich fortsetzen – sofern China mitspielt.

Kupfer gehört zu den wichtigsten Basismetallen für viele Bereiche der Weltwirtschaft. Nicht nur Stromnetze, Baustellen und Autofлотten sind darauf angewiesen, auch die Energiewende ist ohne Kupfer nicht zu meistern. Aufgrund dieser breiten Verwendung gilt der Kupferpreis als verlässlicher Indikator für den Zustand der Weltwirtschaft (daher der Spitzname des Metalls: Doktor Kupfer).

Nachfrage besser, Angebotsseite problembehaftet

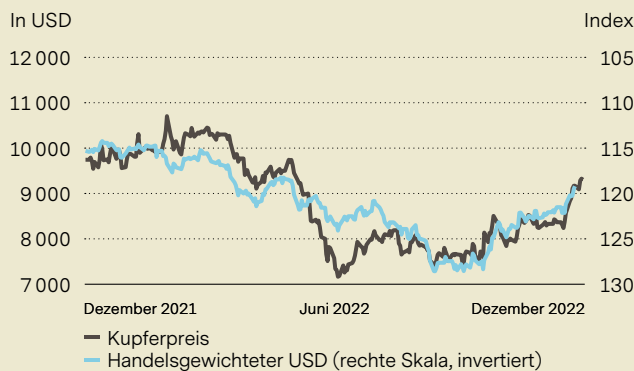
Vom harschen Wind, welcher der Weltwirtschaft letztes Jahr entgegenwehte, blieb auch das Metall mit dem Dokortitel nicht verschont. Erkältet gab es 14 Prozent nach. Anfang Januar 2023 schoss das Metall jedoch auf über 9000 US-Dollar pro Tonne, den höchsten Stand seit sechs Monaten (siehe Grafik 1).

Grund hierfür waren vor allem China und makroökonomische Faktoren. Der heisshungrige Metallverbraucher China gab seine rigorose Null-Covid-Politik auf und ergriff Massnahmen zur Stützung seines leidenden Immobiliensektors (siehe «Markt-Highlights» auf Seite 6). Zudem profitierte Kupfer davon, dass die Inflation in den USA ihren Höhepunkt überwunden hat, den damit verbundenen Hoffnungen auf eine weniger restriktive Fed und dem schwächelnden US-Dollar (Kupfer wird wie die meisten Rohstoffe in dieser Währung gehandelt – wertet sie ab, wird Kupfer für Käufer ausserhalb der USA billiger).

Gleichzeitig kämpfen die Kupfermärkte mit zahlreichen Problemen auf der Angebotsseite. Wie andere Rohstoffe leiden sie seit Jahren unter ausbleibenden Investitionen. Zweitens deuten die sichtbaren Kupfervorräte auf kritische Tiefststände hin. Daneben bestehen auch Länderrisiken. In Chile zum Beispiel, das weltweit am meisten Kupfer fördert, wurde die Produktion 2022 durch Wasserprobleme und Streiks behindert. Peru als zweitgrösster Kupferproduzent der Welt kämpft nach der Absetzung von Ex-Präsident Castillo mit schweren sozialen Unruhen.

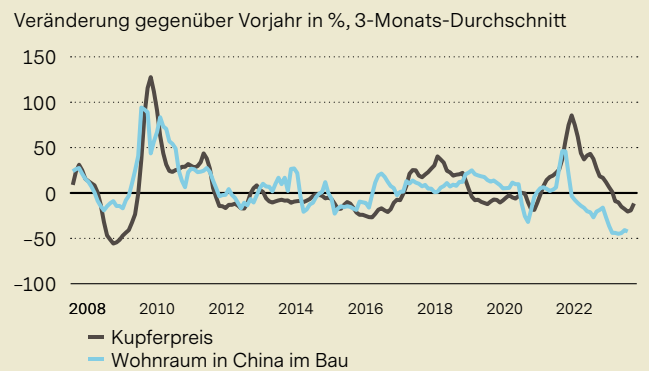
Diese angebotsseitigen Herausforderungen bergen Risiken, welche die Kupferpreise in den kommenden Monaten weiter nach oben treiben könnten. Unserer Ansicht nach ist die Preisentwicklung von Kupfer jedoch stark an den weiteren Verlauf in China gekoppelt. Den chinesischen Immobilienentwicklern hat die Regierung einen Rettungsring zugeworfen und die Lage vorläufig stabilisiert. Es braucht aber mehr, um den Puls von Doktor Kupfer zum Rasen zu bringen (siehe Grafik 2).

Grafik 1: Kupfer auf Vormarsch Anfang 2023



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 2: Wende in Chinas leidendem Immobiliensektor entscheidend



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

US-Dollar könnte seinen Höchststand erreicht haben



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Nach einem Anstieg um 25 Prozent seit Sommer 2021 hat der US-Dollar jüngst deutlich an Wert eingebüsst. Beginnt jetzt ein neuer Abwärtstrend oder bleiben der Währung die Stützen erhalten, auf denen ihr vorheriger Anstieg beruhte?

Im vergangenen Jahr war die Dollarstärke der Haupttrend an den Währungsmärkten. Der US-Dollar profitierte vor allem von der aggressiven Zinspolitik und dem Bilanzabbau der Fed, doch auch von den Geldzuflüssen Sicherheit suchender Anleger zu Beginn des Jahres. Der US Trade Weighted Broad Dollar Index der Fed lag 2022 nach wie vor 8 Prozent im Plus, obwohl der US-Dollar gegen Jahresende schwächelte. Die Wachstumsdynamik in den USA nimmt ab und dürfte noch weiter schwinden, während die Fed ihren Zinsanhebungszyklus vermutlich bald beenden wird. Die Renditedifferenzen verändern sich entsprechend und stützen den US-Dollar somit weniger. Damit dürften die positiven Impulse, welche die Dollarstärke herbeigeführt hatten, allmählich schwächer werden. Aus Bewertungssicht (auf Basis der realen effektiven Wechselkurse) ist der US-Dollar eindeutig zu teuer. Eine Korrektur erscheint somit überfällig.

Wir sind uns bewusst, dass bei einem deutlichen Rückgang der US-Wirtschaft die Nachfrage nach dem Dollar als sicherem Hafen zunehmen würde. Über dieses Risikoszenario besteht jedoch keine absolute Gewissheit. In der Vergangenheit straffte die Fed ihre Geldpolitik kaum je derart stark, dass die US-Wirtschaft in eine Rezession abglitt.

Wie sieht es mit dem Euro aus?

Der «Terms of Trade»-Index für Europa litt 2022 stark unter den in die Höhe getriebenen Importpreisen für Energie (der in Grafik 2 gezeigte Index misst die relative Entwicklung der Import- und Exportpreise von Rohstoffen). Dies hatte erhebliche Auswirkungen auf Leistungsbilanzen, Inflation, verfügbares Einkommen und den Euro. Dank des überraschend warmen Winters in Europa sanken die Erdgaspreise schliesslich wieder. Damit vollzog der steile Abwärtstrend der den Euro nach dem «Terms of Trade»-Schock letzten Sommer so stark unter Druck gesetzt hatte, eine Trendwende.

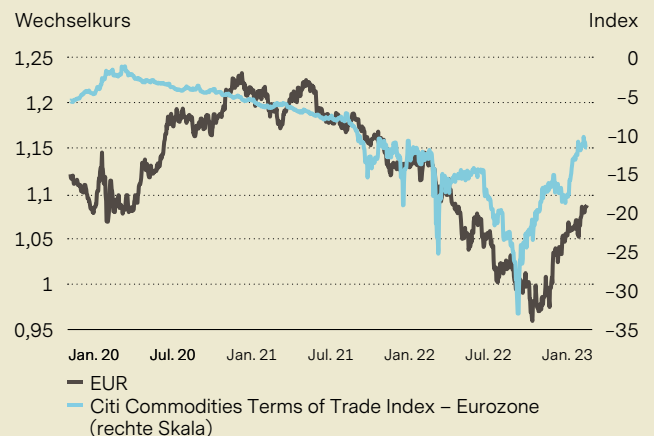
Das Wachstum in Europa wird zweifellos unter der geldpolitischen Straffung leiden. Wenngleich die bisherigen Daten noch über den Erwartungen lagen, sprechen die neusten Daten für eine Fortsetzung des Straffungskurses durch die Europäische Zentralbank. Die Aussichten für die Eurozone verbessern sich mit dem Rückgang der Energiepreise, der Wiedereröffnung von Chinas Wirtschaft sowie den Zeichen eines gedrosselten Straffungstempos der Fed. Das überraschend solide Wachstum in Europa dürfte den Euro weiter stützen.

Grafik 1: Abwärtstrend des handelsgewichteten US-Dollar



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 2: Trendwende nach «Terms of Trade»-Schock



Quelle: Bloomberg, Citi, Vontobel

Konjunktur und Finanzmärkte 2021 – 2024

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

BIP (IN %)	2021	2022	AKTUELL¹	KONSENS 2023	KONSENS 2024
Global (G20)	5,6	2,5	3,0	1,9	2,6
Eurozone	5,3	3,3	0,3	0,0	1,3
USA	5,9	2,0	1,9	0,5	1,2
Japan	2,3	1,3	1,5	1,3	1,1
Grossbritannien	8,5	4,2	-0,3	-0,9	0,9
Schweiz	4,3	2,0	0,7	0,6	1,6
Australien	5,3	3,6	0,6	1,8	1,6
China	8,4	2,8	0,0	5,1	5,0

INFLATION	2021	2022	AKTUELL²	KONSENS 2023	KONSENS 2024
Global (G20)	3,5	7,3	6,6	5,2	3,4
Eurozone	2,6	8,4	9,2	5,9	2,3
USA	4,7	8,0	6,5	3,8	2,5
Japan	-0,3	2,5	4,0	1,9	1,1
Grossbritannien	2,6	9,1	10,5	7,1	2,5
Schweiz	0,6	2,9	2,8	2,1	1,2
Australien	2,9	6,5	7,3	5,1	3,0
China	0,9	2,0	1,8	2,3	2,2

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR	-0,50	2,00	2,00	3,15	2,98
USD	0,25	4,50	4,50	5,05	4,30
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,09	-0,07
GBP	0,25	3,50	3,50	4,20	4,00
CHF	-0,75	1,00	1,00	1,44	1,39
AUD	0,10	3,10	3,10	3,60	3,35
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	2,18	2,36	2,12
USD	1,5	3,9	3,50	3,65	3,32
JPY	0,1	0,4	0,39	0,44	0,44
GBP	1,0	3,7	3,37	3,50	3,17
CHF	-0,1	1,6	1,22	1,51	1,52
AUD	1,7	4,1	3,45	3,67	3,31

WECHSELKURSE	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS ENDE 2024
CHF je EUR	1,04	0,99	1,00	1,00	1,02
CHF je USD	0,91	0,94	0,92	0,93	0,92
CHF je 100 JPY	0,79	0,72	0,71	0,73	0,74
CHF je GBP	1,23	1,12	1,14	1,14	1,14
USD je EUR	1,14	1,06	1,09	1,08	1,10
JPY je USD	115	130	130	130	125
USD je AUD	0,73	0,67	0,70	0,69	0,72
GBP je EUR	0,84	0,88	0,88	0,88	0,89
CNY je USD	6,37	6,91	6,79	6,80	6,68

ROHSTOFFE	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
Brent-Rohöl, USD je Barrel	79	86	88	89	88
Gold, USD je Feinunze	1829	1824	1926	1783	1844
Kupfer, USD je Tonne	9720	8372	9324	8302	8450

¹ Neueste verfügbare Quartalsdaten

² Neueste verfügbare Monatsdaten, G20-Daten nur vierteljährlich

Quelle: Vontobel, jeweilige Statistikämter und Zentralbanken, Stand: 23. Januar 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 informativ getrennte und durch Compliance überwachte Einheit AM/ GIS MACI/ Funds Research and Investments auf Basis des Best-in-Class-Prinzips erfolgt. Bei den in dieser Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich um die an dem jeweils genannten Stichtag letzten verfügbaren Schlusskurse. Eventuelle Abweichungen von dieser Regel werden jeweils offengelegt. Die der Unternehmensbewertung zu Grunde liegenden Zahlen beziehungsweise Berechnungen basieren auf den von den analysierten Emittenten veröffentlichten Finanzinformationen, insbesondere der Gewinn- und Verlustrechnung, der Kapitalflussrechnung und der Bilanz. Als externe Informationen ist die Verlässlichkeit mit entsprechenden Risiken behaftet, für die die Bank Vontobel AG keine Gewähr übernimmt. Die für die Analyse durchgeführten Berechnungen und Schätzungen können sich bei Änderungen in der Bewertungsmethodik und/oder Zugrundelegung anderer, abweichender Modelle, Annahmen, Interpretationen und/oder Schätzungen jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmethoden schliesst das Risiko nicht aus, dass «Fair Values» innerhalb des erwarteten Prognosezeitraumes nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhergesehene Änderungen können sich zum Beispiel aus einem möglichen Wettbewerbsdruck, aus Nachfrageänderungen bei den Produkten eines Emittenten, aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunktureller Aktivität, aus Wechselkurschwankungen oder auch aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Ebenso können regulatorische oder steuerrechtliche Änderungen unvorhersehbare und gravierende Auswirkungen haben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Weitergehende Ausführungen/Informationen zu den methodischen Ansätzen unserer Finanzanalyse sowie des Ratingsystems finden Sie unter vontobel.com/CH/DE/Unternehmen-institutionen-research.

Bewertungsgrundlagen und -methoden

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

2. Disclaimer und Quellenangabe

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

18 Rechtliche Hinweise

3. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

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

Informationen für Kunden aus Deutschland

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

Additional information for US institutional clients

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

Additional information for UK clients

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

Information for Italian investors

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

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

