

Vontobel

Investors' Outlook

**Ist das Warten auf Godot
bald vorbei?**

Mai 2023



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Nicht mehr länger abwarten

6 Markt-Highlights

Inflation der Eurozone mit angehaltenem Atem verfolgt

8 Viewpoint

Kurze Wartezeit – attraktive Rendite

12 Anlageklassen im Fokus

16 Prognosen

Herausgeber

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Redaktion

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

Autoren*

Chris Bowie,
Partner, Portfolio Management,
TwentyFour Asset Management

Stefan Eppenberger,
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

Frank Häusler,
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Michaela Huber,
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Dan Scott,
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Erscheinungsweise

Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe Juni 2023)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

3. Mai 2023

Bemerkungen

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

Ist das Warten auf Godot bald vorbei?



Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Die Finanzmärkte setzten zuletzt ihre Widerstandskraft und eine Rückkehr zur Stabilität in Szene. Die Volatilität vom März hatte die Anleger arg auf die Folter gespannt. Verwirrt und verunsichert harren sie einer Erklärung dafür und eines hilfreichen Wegweisers. Ein unangenehmes Warten, ganz so wie das in unserem gemeinsamen Kulturbewusstsein verankerte «Warten auf Godot» von Samuel Beckett.

Könnte dieses Warten nun vorbei sein? Wir halten jedenfalls nicht mehr länger den Atem an, da immer mehr Signale darauf hindeuten, dass die Zinsanhebungen der Notenbanken bald zu Ende sind. Dank des kontinuierlichen Inflationsrückgangs und Chinas überraschend kräftiger Wirtschaftserholung schöpften auch die Anleger wieder Vertrauen.

Zwar ist die meisterwartete und meistdiskutierte Rezession der Geschichte wahrscheinlicher geworden, aber die Anleger konnten sich auch lange darauf vorbereiten. Wenn sie eintrifft, wird sie also kein Überraschungsbesucher sein. Wir gehen davon aus, dass sie auch nicht lange bleiben und nur schwach sein wird.

Im vorliegenden Investors' Outlook zeigen wir auf, weshalb die Inflation in der Eurozone abnehmen sollte, was die überraschend gedrosselte Ölfördermenge mit sich bringen könnte und wohin sich der US-Dollar bewegen dürfte. Bei der Erläuterung unserer Asset Allocation legen wir dar, warum uns historisch hohe Unternehmensgewinnmargen veranlasst haben, einen Teil der bislang zurückbehaltenen Liquidität in Schwellenländer umzuschichten – einer Region mit tendenziell überdurchschnittlichem Wirtschaftswachstum. In unserem Fokusthema erläutern diesmal unsere Kollegen von TwentyFour Asset Management die Anlagechancen, welche sie im Anleihensegment kurzfristiger Investment-Grade-Papiere sehen.

Während das zweite Quartal voranschreitet, sind wir uns bewusst, dass die Anleger immer noch auf Godot warten, sei es in Form einer Zinserhöhungspause oder gar -kehrwende der US-Notenbank Fed, sei es in Form einer Rezession oder in Form besserer Anlagechancen. Von uns aus kann Godot jetzt kommen. Wir halten uns an die Abmachung.

→ Webcast

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



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Nicht mehr länger abwarten

Auch wenn es Zeit in Anspruch nahm, konnten die Zentralbanken mit ihren Massnahmen die Inflation nun endlich eindämmen. Die für die Kerninflation (ohne Nahrungsmittel und Energie) und die Immobilieninflation massgebenden Preise dürften weiter sinken, ebenso das Wirtschaftswachstum. Deshalb erwarten wir, dass die US-Notenbank Fed in der zweiten Jahreshälfte zu Zinssenkungen übergehen wird. Damit hat das Abwarten an der Seitenlinie ein Ende, denn es eröffnen sich Anlagechancen bei Schwellenländeraktien, die es zu nutzen gilt.

Deutlicher werdende Risse am Immobilienmarkt, am Arbeitsmarkt und im Bankensystem zeigen, dass die Konjunkturabschwächung nun im Gang ist. Einige Anleger richten ihr Augenmerk jetzt auf die drohende – vom Markt zum Teil bereits vorweggenommene – Rezession. Für unsere Anlageentscheidungen im weiteren Jahresverlauf ist indessen primär die Notenbankpolitik massgebend.

Der Ton, den einige US-Notenbank-Vertreter bei ihren jüngsten Äusserungen anschlugen, wies bereits auf eine Lockerung hin: So etwa, dass eine weitere Zinserhöhung

ein vernünftiger Ausgangspunkt sei oder die gegenwärtig unsicheren Zeiten nach einer besonnenen und behutsamen Geldpolitik rufen würden.

Wir halten diesen Moment für geeignet, einen Teil unserer bislang zurückbehaltenen Liquidität wieder in die Aktienmärkte umzuschichten. Die Bewertungen liegen inzwischen weltweit wieder auf neutralem Niveau. Zudem bleiben die Anleger vorsichtig gegenüber Aktien, was normalerweise ein positives Signal ist für die mittelfristige Performance. Daher stufen wir Schwellenländeraktien von neutral auf Übergewichtet hoch. Sie dürften von der Wiederöffnung der chinesischen Wirtschaft profitieren und verfügen über eine stärkere Wachstumsdynamik als Industrieländeraktien. Weitere Unterstützung dürften sie zum Jahresende hin von einem schwächeren US-Dollar und der gelockerten Geldpolitik der Fed erhalten.

Für Anleihen bleiben wir insgesamt neutral, wobei wir Staats- und Schwellenländeranleihen bevorzugen. Weiterhin favorisieren wir auch Gold, das seinem Ruf als sicherer Hafen erneut gerecht wurde. Unsere detaillierte Asset Allocation finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität						In den letzten Monaten behielten wir Liquidität zurück, bereit dazu, sie bei attraktiven Einstiegsschancen wieder umzuschichten. Dass der Inflationsrückgang und ein schwächerer Arbeitsmarkt den Weg für eine Lockerung der Geldpolitik später im Jahr ebnen, erachten wir als gute Gelegenheit, nun wieder mehr Kapital in die Aktienmärkte zu investieren. Dadurch ändert sich unsere taktische Positionierung bei Liquidität von neutral auf leicht untergewichtet.
2 Anleihen						Für Anleihen bleiben wir insgesamt neutral, wobei wir Staatsanleihen übergewichten. Unser Basisszenario geht davon aus, dass Wirtschaftswachstum sowie Inflation sinken und die restriktive Notenbankpolitik ihren Höhepunkt erreicht. Dies spricht für niedrigere Zinsen und höhere Spreads in den nächsten Monaten. Zudem dürften Immobilienabschwung und Bankenkrise zusammen strengere Kreditvergabe-Bedingungen und höhere Ausfallraten nach sich ziehen. Daher behalten wir unser Übergewicht in Staatsanleihen und unsere negative Einschätzung von Hochzinsanleihen bei. Für Investment-Grade-Unternehmensanleihen bleiben wir neutral mit einem leichten Übergewicht in Schwellenländeranleihen in Hartwährungen. Wir finden es noch zu früh, mehr Risiko einzugehen.
3 Aktien						Gegenüber Aktien sind wir jetzt insgesamt wieder positiv gestimmt. Wir sehen uns in unserem Basis-szenario für 2023 bestätigt und bleiben dabei: Rezession, weiterer Inflationsrückgang, erste Zinssenkungen der US-Notenbank Fed in der zweiten Jahreshälfte. Das Letztgenannte ist für unser Investment Committee mit Blick auf die kommenden neun Monate zentral und wegweisend für die mittelfristige Entwicklung der Aktienmärkte. Diese dürften die später im Jahr wahrscheinliche, aber allgemein erwartete Rezession zum Teil bereits einpreisen, die Bewertungen haben sich normalisiert und die Analysten haben ihre Schätzungen reduziert. Deshalb haben wir entschieden, wieder mehr Kapital in die Aktienmärkte zu investieren. Somit stufen wir Schwellenländeraktien von neutral auf übergewichtet hoch. Unsere Einschätzungen für die anderen Regionen bleiben unverändert. Insgesamt ist unsere vormals neutrale Haltung gegenüber Aktien jetzt positiv.
4 Gold						In Gold bleiben wir übergewichtet. Seit Langem befürworten wir das Edelmetall als effizienten Schutz vor Rezession und geopolitischer Unsicherheit. Dies hat sich während der jüngsten Turbulenzen im Bankensektor erneut bewährt: Während an den Anleihenmärkten die Volatilität stark zunahm, genoss Gold kräftigen Aufwind. Zudem rückt eine Lockerung der Geldpolitik näher. Eine solche kam Gold in der Vergangenheit jeweils zugute.
5 Rohstoffe						Über Erwarten gute Daten aus China, Angebotsengpässe und ein laufend schwächerer US-Dollar sprechen für eine positivere Einschätzung von Rohstoffen. Stärker dagegen sprechen aber die drohende Rezession und die sinkende Inflation. Deshalb positionieren wir uns in dieser Anlageklasse nach wie vor neutral.
6 Alternative Strategien						Auch für alternative Anlagen bleiben wir weiterhin insgesamt neutral und halten an unseren Einschätzungen der Sub-Anlageklassen fest: leichtes Untergewicht in Hedgefonds, neutrale Positionierung bei Immobilien.

Inflation der Eurozone mit angehaltenem Atem verfolgt

Die Anleger behalten angespannt die Inflation im Blick. Das Statistikamt Eurostat konnte jüngst mit erfreulichen Daten aufwarten: Im März sank die Inflation in der Eurozone gegenüber Vorjahr auf «nur» noch 6,9 Prozent – deutlich weniger als die 8,5 Prozent vom Februar. Wohin geht nun die Reise?



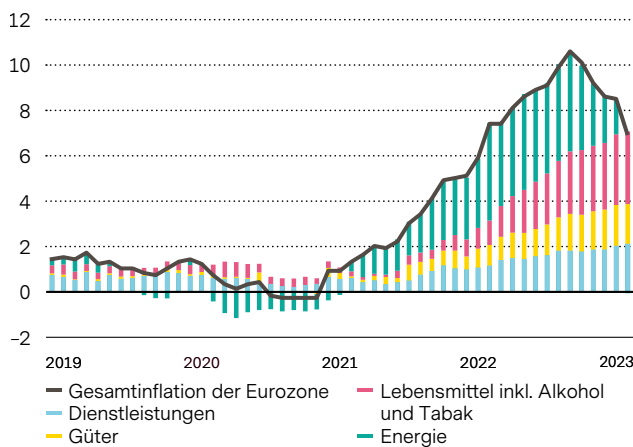
Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Grafik 1: Eurozone-Inflation nicht mehr durch Energiepreise getrieben

Eurozone-Inflation pro Komponente, Veränderung zum Vorjahr



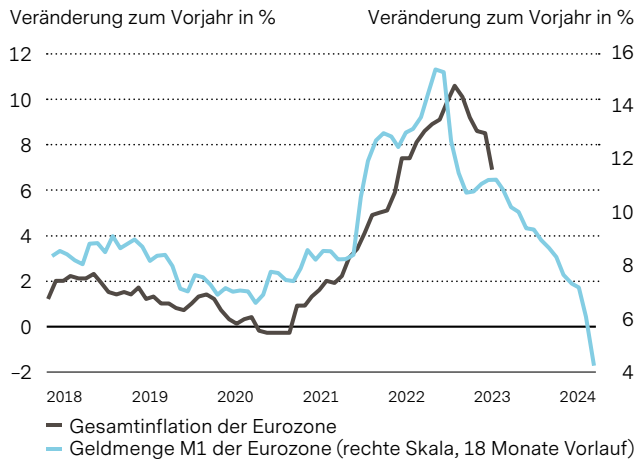
Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Der Inflationsrückgang ist hauptsächlich auf signifikant gesunkene Energiepreise zurückzuführen (Grafik 1). Die anfängliche Freude darüber liess aber bei genauerem Blick auf die Daten nach. Die zugrunde liegende Kerninflation stieg nämlich im selben Zeitraum von 5,6 auf 5,7 Prozent. Sie klammert volatile Komponenten wie Lebensmittel und Energie aus, weshalb die Europäische Zentralbank (EZB) sie als relevanter erachtet. Wer in den letzten Wochen die Kommentare der europäischen Währungshüter verfolgt hat, weiss, dass die EZB daher wohl kaum von ihrem Zinserhöhungspfad abrücken wird.

Anzeichen einer weiter sinkenden Inflation in der Eurozone

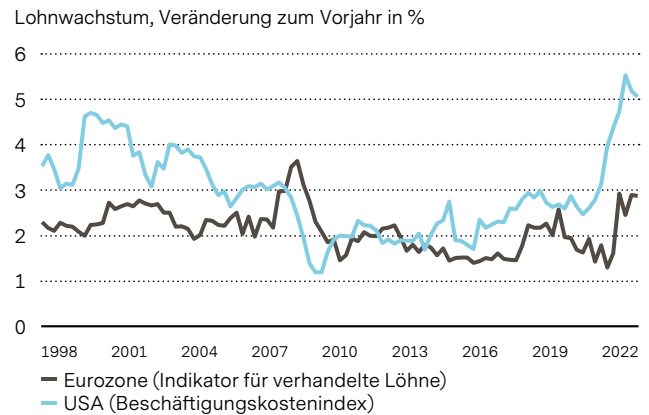
Wir gehen davon aus, dass sich die Inflation in der Eurozone in den kommenden Monaten weiter abschwächen wird. Dafür gibt es in unseren Augen mehrere Gründe. Als Erstes schwächt sich das Wirtschaftswachstum der Eurozone ab. Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe läuft der Teuerung in der Regel um neun Monate voraus. Unseres Erachtens dürfte der markante Einbruch der Geschäftstätigkeit in der Eurozone die Inflation auch in den kommenden Monaten dämpfen.

Grafik 2: Gesunkene Geldmenge deutet künftig weniger Inflation an



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 3: Lohndruck in der Eurozone weitaus geringer als in den USA



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Ein weiterer Grund ist die restriktive Haltung der EZB. Seit Beginn ihrer geldpolitischen Straffung ist das M1-Geldmengenwachstum (die Summe des Bargeldumlaufs und der täglich fälligen Einlagen) in der Eurozone deutlich gesunken. Das Geldmengenwachstum läuft der Inflation in der Regel um 18 Monate voraus (Grafik 2).

Ebenfalls einen Anhaltspunkt gibt uns ein Blick auf Währungseffekte. Der Euro durchlief ein turbulentes Jahr 2022. Infolge seiner damaligen Schwäche stiegen die Einkaufspreise für europäische Unternehmen und Konsumenten deutlich. Mit der jüngsten Aufwertung des Euro dürfte die importierte Inflation in den kommenden Monaten nachlassen.

Aktuell deuten sowohl Unternehmens- als auch Konsumenten-Umfragen – in der Vergangenheit jeweils gute Indikatoren für die Entwicklung der Kerninflation – auf eine abnehmende Preissetzungsmacht der Firmen hin. Für weniger Preisdruck spricht auch die Entwicklung an den Rohstoffmärkten: Aufgrund des unerwartet milden Winters und ausreichender Lagerbestände sind die Gas- und Strompreise deutlich gesunken.

Noch ein Grund sind die Lebensmittelpreise. Sie waren 2022 hochgeschossen, unter anderem wegen des Russland-Ukraine-Krieges. Inzwischen sind sie aber deutlich zurückgegangen.

Letztlich ist auch der Arbeitsmarkt in der Eurozone deutlich weniger angespannt als in den USA. Ein Blick auf die Erwerbsquote zeigt, dass die USA infolge der Covid-19-Pandemie Angestellte verloren, die Eurozone hingegen Angestellte hinzugewann. Dies resultiert in spürbar weniger Lohndruck und verringert unseres Erachtens die Wahrscheinlichkeit einer Lohn-Preis-Spirale, bei welcher höhere Gehaltsforderungen die Inflation zusätzlich anheizen (Grafik 3).

Inwiefern könnten wir falsch liegen?

Erstens könnte die Inflation wieder Fahrt aufnehmen durch die weitreichenden Stimulierungsmassnahmen zur Bekämpfung der Energiekrise (Energiekosten-Zuschüsse etc.). Zweitens könnten die Energiepreise erneut angeheizt werden durch den weiteren Verlauf des Russland-Ukraine-Krieges oder wegen anderer externer Angebotschocks (unerwartete Konflikte in Nahost oder weitere Kürzungen der Ölfördermenge durch das Kartell OPEC+). Drittens könnte ein überhitzter europäischer Arbeitsmarkt den Lohndruck erhöhen und eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen, was die Inflation befeuern würde.





—
Chris Bowie
Partner, Portfolio Management,
TwentyFour Asset Management

Kurze Wartezeit – attraktive Rendite

Der rasche Liquiditätsentzug, einerseits durch das Ende der quantitativen Lockerung im Jahr 2022 und andererseits durch die verzögerte Wirkung der letztjährigen kräftigen Zinsanhebungen weltweit, schlägt sich nun immer deutlicher in der Realwirtschaft nieder. Ereignisse wie der Untergang des Krypto-Unternehmens FTX oder die jüngsten Bankenausfälle in den USA, aber auch die stark rückläufigen Produktionsdaten der Empire State Manufacturing Survey zeugen von einem Umfeld, in dem steigende Kapitalkosten ins Gewicht fallen. Jetzt zählen nicht nur die Liquidität, sondern auch die effiziente Kapitalallokation mit langfristig produktivem Nutzen anstelle von kurzfristigen, gehebelten Übergangslösungen in Form risikoreicher finanzieller (oder virtueller) Anlagen. Letztes Jahr war der Anleihenmarkt mit seinen zahlreichen Segmenten das Epizentrum der ganzen Problematik und litt aufs Äusserste: 2022 war das schlechteste Jahr für Anleihen überhaupt. Könnte sich 2023 für andere Anlageklassen ähnlich negativ entwickeln?

Es lässt sich schwer prognostizieren, welche Anlagen oder Anlageklassen dem Liquiditätsentzug und den höheren Kapitalkosten als Nächstes zum Opfer fallen könnten. Allerdings scheinen die Zeichen vor allem für Gewerbeimmobilien schlecht zu stehen. Angesichts der Zinserhöhungen durch die US-Notenbank Fed und die Bank of England bemühten sich letztes Jahr Besitzer von Gewerbeimmobilien darum, Zinssicherungsgeschäfte abzuschliessen. Viele Akteure, die sich nicht abgesichert hatten, konnten aufgrund der stark gestiegenen Kosten die Zinsvereinbarungen für ihre Kredite nicht einhalten oder standen kurz davor.

Die Sorglosigkeit am Markt, die im vierten Quartal 2022 bis Januar 2023 noch herrschte im Hinblick auf eine «weiche Landung» oder «gar keine Landung», scheint mittlerweile ziemlich unangebracht. Noch in der jüngsten Rede des britischen Finanzministers zum Frühjahrshaushalt schwang ein gewisser Optimismus mit. So hiess es, die aktualisierten Prognosen würden andeuten, dass Grossbritannien 2023 wahrscheinlich keine Rezession erleben wird. Das mag sein, doch dürfte es noch zu früh sein, die Korken knallen zu lassen. Die rasante Abkehr von der 13 Jahre währenden lockeren Politik des billigen Geldes dürfte etwa nächstes Jahr noch für Überraschungen sorgen – man denke an die jüngste Volatilität im US-Bankensektor oder die Spannungen bei Gewerbeimmobilien. Haben Anleger dieses Jahr Chancen auf Kapitalerhalt und eine ordentliche Rendite?

Anleihen der Qualität «Investment Grade» (IG) mit kurzer Laufzeit bieten eine interessante Möglichkeit. Erstens legt der letztjährige starke Renditeanstieg im Zuge der Zinsanhebungen nahe, dass die Bewertungen – insbesondere für sehr kurze Laufzeiten – im historischen Vergleich derzeit extrem sind. Zweitens ist das günstige klassische risikobereinigte Renditeprofil kurzfristiger IG-Anleihen in Portfolios immer gerne gesehen, besonders im jetzigen volatilen Umfeld, das wohl noch eine Weile andauern wird. Drittens bedeutet die aktuell flache Entwicklung der Renditekurven im Grossen und Ganzen, dass Anleihen mit längerer Laufzeit keine Mehrrendite bieten.

Anstieg der Renditen

2022 war für Anleihenanleger ein äusserst schwieriges Jahr. Die anfängliche These der Fed, dass die Inflation nur «vorübergehend» erhöht sei, stellte sich bald als falsch heraus. Die Währungshüter sahen sich daher im Jahr 2022 zu den stärksten Zinsanhebungen seit Jahrzehnten gezwungen. Die Fed wurde von der Realität eingeholt und dürfte noch nicht ganz am Ende ihres Erhöhungszyklus angelangt sein. Die Bekämpfung der Inflation und die

damit verbundenen Zinssätze brachten schwere Verluste bei Anleihen mit sich. Die Verluste bei IG-Anleihen fielen 2022 nahezu doppelt so hoch aus wie jene bei Hochzinsanleihen (HY). Eine derart schlechte Performance gab es bis zu diesem Jahrhundert noch nie. Sowohl in ruhigen als auch in schwierigen Phasen entwickelte sich das IG-Segment bei geringeren Abwärtsbewegungen und weniger Volatilität jeweils besser als das HY-Segment. 2022 sorgte die doppelt so lange Duration von IG- gegenüber HY-Anleihen jedoch auch für doppelt so hohe Verluste bei vergleichbarem Renditeanstieg. Bietet sich mit diesem umfassenden Ausverkauf einer traditionell sichereren Anlageklasse also eine exzellente Kaufgelegenheit?

Dies hängt davon ab, in welchen Bereich der Renditekurve Sie investieren möchten. Das Ende der quantitativen Lockerung und der damit einhergehende Liquiditätsentzug aus den Märkten und der Wirtschaft heisst, dass Anleihen mit langer Laufzeit angesichts der sehr flachen Renditekurven nach wie vor teuer sind. Der anhaltende Renditerückgang während der quantitativen Lockerung wurde durch eine entsprechende Verlängerung der Duration (Zinsrisiko) am Anleihenmarkt ausgeglichen. So waren die Renditen Ende 2020 niedrig und die Duration lang (mit stark verzerrtem Risiko-Rendite-Verhältnis).

Der Anleihenmarkt für längere Laufzeiten birgt Risiken, vor allem vor dem Hintergrund, dass eine Rückkehr zur quantitativen Lockerung in den nächsten Jahren unwahrscheinlich ist, falls die Kerninflation bei über fünf Prozent verharret. In welchem Bereich liegen die Renditen in normalen Zeiten, ohne quantitative Lockerung? Das aktuelle Umfeld spricht eher für Instrumente mit kürzeren Laufzeiten.

Solide Eigenschaften kurzfristiger IG-Anleihen

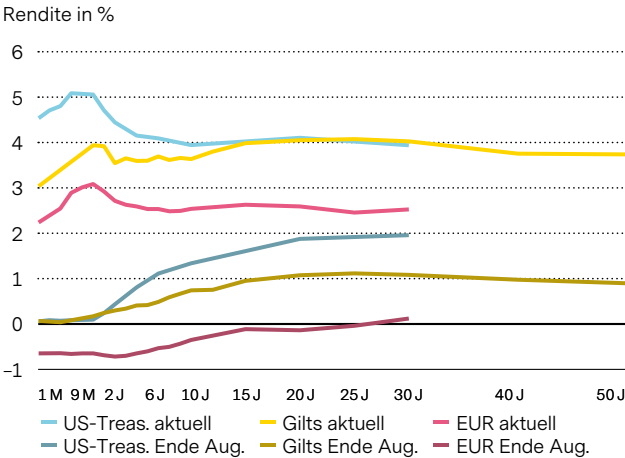
Die Analyse langfristiger risikobereinigter Renditen von auf US-Dollar lautenden Anleihen aus diesem Jahrhundert zeigt, dass IG-Anleihen eine der besten Quellen für risikobereinigte Renditen waren. Im Vergleich zu anderen Anlageklassen, wie zum Beispiel HY oder Staatsanleihen, erzielten sie mehr Rendite bei weniger Volatilität, wobei IG mit kurzer Laufzeit die geringste Volatilität aufwies.

Somit sind IG-Anleihen mit kurzer Laufzeit in einem Anlageportfolio sinnvoll. Die konstant hohen risikobereinigten Renditen lassen sich sehr schwer überbieten. In dieser Hinsicht entwickelten sich IG-Anleihen im aktuellen Jahrhundert deutlich besser als HY-Anleihen und US-Treasuries.

Maximierter Breakeven

Während der Zinserhöhungswelle 2022 mit der damit einhergehenden Befürchtung einer Konjunkturabkühlung oder gar Rezession wurden die Zinskurven ausgeprägt invers und blieben es, selbst im Tumult der jüngsten Zusammenbrüche von US-Banken. Dies bedeutet nicht nur, dass Anleihen mit den kürzesten Laufzeiten Spitzenrenditen erzielen, sondern auch, dass Anleger in Anleihen mit längerer Laufzeit keine Mehrrendite erhalten, obwohl sie einem grösseren Ausfallrisiko ausgesetzt sind. Die derzeitige Form der Zinskurve ist historisch gesehen aussergewöhnlich. Normalerweise ist sie nach oben geneigt. Bei inverser Zinskurve wie jetzt sind die kurzfristigen Renditen höher als die längerfristigen (Grafik 1).

Grafik 1: Form und Veränderung der Renditekurve, August 2021 bis 23. Februar 2023



Ein weiterer Vorteil kurzfristiger gegenüber anderen Anleihen ist die kurze Duration bzw. das geringe Zinsrisiko. Dies bedeutet, dass eine gegebene Renditesteigerung mit weniger Kapitalverlust einhergeht als bei anderen Anleihen. Gekoppelt mit einer höheren Rendite wird somit der Breakeven-Schutz maximiert. Eine höhere Rendite und weniger Kapitalrisiko ergeben zusammen eine attraktive Breakeven-Rendite, die Portfolios vor Verlusten schützt.

Der Breakeven-Schutz lässt sich verbessern, indem man nicht einfach in einen Index aus kurzfristigen Anleihen investiert, sondern das Portfolio aktiv verwaltet und sich dabei auf selektive Anlagemöglichkeiten konzentriert. Die US-Dollar-Rendite eines aktiven Portfolios könnte in den kommenden Monaten über sieben Prozent steigen. Dies allein aufgrund der Reinvestition von fällig werdendem Anleihenkapital beispielsweise mit 18-monatiger oder zweijähriger Laufzeit (Tabelle 1).

Tabelle 1:

ICE-/BAML-INDIZES FÜR IG-UNTERNEHMENSANLEIHEN	1-3 JAHRE	1-5 JAHRE	ALLE LAUFZEITEN
Yield-to-Worst (USD)	5,5%	5,5%	5,5%
Duration (Jahre)	1,79	2,57	6,74
Rendite ÷ Duration (Breakeven)	+307 Bp.	+214 Bp.	+81 Bp.
Rendite identisch?	Ja	Ja	Ja
Grad des Schutzes vor Verlusten?	Ja	Ja	Nein

Quelle: TwentyFour, ICE/BAML

Die Kombination aus kurzer Duration (zwecks Kapital-schutz), dem Fokus auf IG-Anleihen (mit konstant posi-tiven risikobereinigten Renditen und geringem Ausfallri-siko) und der Konzentration auf das vordere Ende der Zinskurve (wo die Renditen maximiert werden können) ist dieses Jahr eine gute Wahl. Selbst wenn andere Anlage-klassen kurzfristige IG-Anleihen 2023 doch noch über-treffen sollten, können Sie mit kurzfristigen IG-Anleihen eine attraktive Rendite erzielen und gleichzeitig Ihr Kapi-tal relativ sicher bei geringer Volatilität anlegen.

Lesen Sie die vollständige Analyse hier

am.vontobel.com/de/insights/why-short-dated-IG-is-the-best-game-in-town

Staats- und Schwellenländeranleihen bevorzugt



—
Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

Die sinkende Inflation und die abnehmende Wirtschaftstätigkeit in den USA lassen erwarten, dass das Ende des Zinserhöhungszyklus naht. Dies schafft ein attraktives Umfeld für Staatsanleihen. Dasselbe gilt für Schwellenländeranleihen, die zusätzlich vom schwächerem US-Dollar profitieren dürften.

Wir halten an unserer insgesamt neutralen Anleihen-Positionierung fest. Dabei bevorzugen wir Staats- und Schwellenländerpapiere. In Unternehmensanleihen bleiben wir defensiv positioniert, wobei wir Investment-Grade-Papiere neutral und Hochzinaspapiere untergewichten.

Aussicht auf sinkende Renditen von US-Staatsanleihen

Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen liegt unseres Erachtens immer noch auf zu hohem Niveau. Sie bewegt sich seit rund sechs Monaten in einer Bandbreite von 3,4 bis 4,2 Prozent. Verschiedene Gründe sprechen dafür, dass die untere Grenze bald durchbrochen wird und Staatsanleihen damit Auftrieb erhalten könnten. Erstens verlangsamt sich – zumindest in den USA – die Wirtschaft weiter. Zweitens schwächt sich die Inflation zunehmend ab. Sie ist deutlich stärker zurückgekommen, als

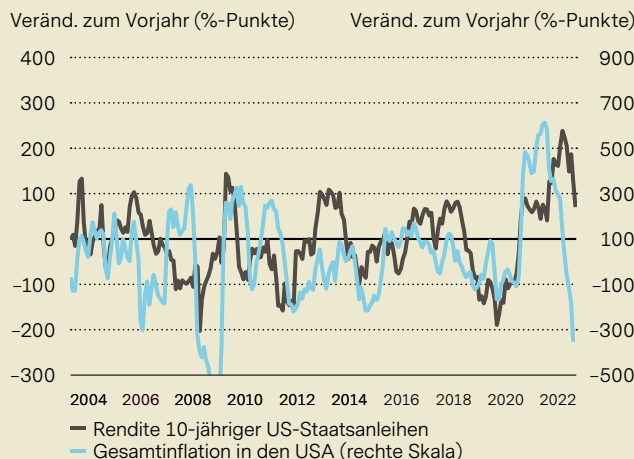
dies bei den Renditen von Staatsanleihen ersichtlich ist (Grafik 1). Drittens erwarten wir eine Rezession. In den Rezessionen der letzten 70 Jahre sanken die Renditen im Schnitt um 2,5 Prozent.

Selbst wenn keine Rezession eintritt, spricht einiges dafür, dass die Renditen nicht mehr signifikant steigen werden. Sie liegen derzeit nämlich deutlich über dem neutralen Zinssatz von 2,5 Prozent der US-Notenbank Fed, bei welchem sich die Wirtschaft im Gleichgewicht befindet. Dies war so gewollt von der Fed, um die hohe Inflation in den Griff zu bekommen. Doch es ist fraglich, wie lange die Wirtschaft derart hohe Zinsen erträgt.

Beimischung von Schwellenländeranleihen attraktiv

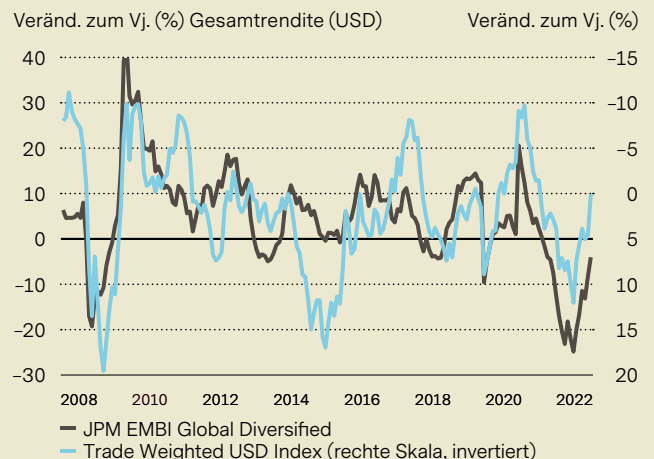
In Staatsanleihen aus Schwellenländern blieben wir ebenfalls übergewichtet, jedoch aus anderen Gründen. Sollte sich unser Szenario einer Rezession bewahrheiten, dürfte zwar auch diese Anlageklasse Gegenwind spüren. Dieses Risiko entschädigen in unseren Augen aber ihre verglichen mit Unternehmensanleihen deutlich attraktiveren Renditen. Schwellenländeranleihen in Hartwährungen sollten zudem davon profitieren, dass der US-Dollar mit dem Ende des US-Zinserhöhungszyklus zur Schwäche neigen dürfte (Grafik 2).

Grafik 1: Geringere Inflation bewirkt in der Regel sinkende Zinsen



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 2: Schwellenländeranleihen schneiden bei US-Dollar-Baissen besser ab



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Gelockerte Geldpolitik erwartet



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Die Konjunktur Chinas erholt sich unerwartet stark. Zudem wird eine gelockerte Geldpolitik zum Jahresende hin wahrscheinlicher. Deshalb stufen wir Schwellenländeraktien von neutral auf Übergewichtet hoch.

Die Aktienmarkt-Hausse, die Mitte März einsetzte, verläuft weiterhin geradlinig. Die beachtliche Sektorrotation der ersten Monate, weg vom «Quality»- hin zum «Growth»-Anlagestil, verstärkte sich mit der US-Bankenkrise. Die Anleger bevorzugten grosse Unternehmen mit guten Gewinnaussichten, robustem Wachstum, solider Geldschöpfung und geringer Verschuldung oder – noch besser – geringer Netto-Liquidität.

Dies lässt sich deutlich ablesen am MSCI World Technology Index, der in den ersten drei Monaten 2023 sein bestes Quartal seit fast 15 Jahren verzeichnete. Die Bewertungskennzahlen der Aktienmärkte erscheinen nicht übertrieben (Grafik 1), die Gewinnschätzungen wurden seit letztem Juli im Schnitt um 15 Prozent gesenkt, und die Wachstumsprognosen für 2023 liegen im Minusbereich (Grafik 2). Die Berichtssaison verläuft bislang ermutigend. Doch gemäss Umfragen bleibt die Anlegerstimmung gedrückt. Das Aktien-Engagement institutio-

neller Anleger ist ähnlich bescheiden wie im März 2009, und die Netto-Shortpositionen nehmen wieder extreme Ausmasse an.

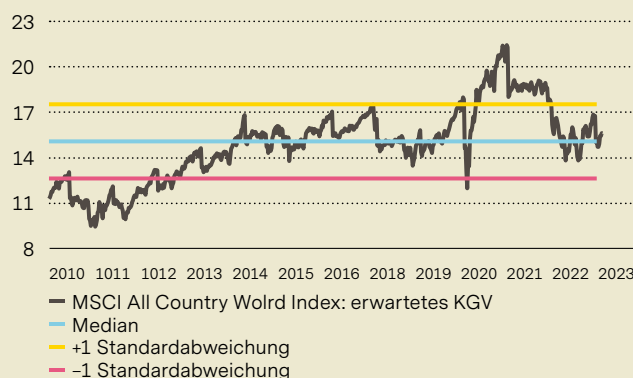
Wie geht es weiter?

Drei Faktoren dürften die mittelfristige Aktienmarktrichtung vorgeben. Erstens: die kontinuierlich sinkende Inflation. Zweitens: die nahende Pause der Zinserhöhungen durch die US-Notenbank, wahrscheinlich schon im Juni. Drittens: das Ausmass der allgemein erwarteten Rezession, welche die Realwirtschaft gegen Jahresende beeinträchtigen könnte. Dies und der schwächere US-Dollar zusammen dürften zyklischen, wachstumsorientierten Sektoren, wie IT, Kommunikationsdienste, zyklische Konsumgüter, Grundstoffe und Industrie, unterstützen. Die Dollarschwäche dürfte Schwellenländeraktien zugutekommen, die zu 50 Prozent diesen Sektoren angehören, wobei der grösste Anteil auf IT entfällt. Daher haben wir uns entschieden, wieder mehr Kapital in die Aktienmärkte zu investieren.

Als in unseren Augen beste Möglichkeit, dies umzusetzen, haben wir Schwellenländeraktien von neutral auf Übergewichtet hochgestuft. Denn die Schwellenländer dürften von der Wiederöffnung der chinesischen Wirtschaft profitieren und verfügen derzeit über eine stärkere Wachstumsdynamik als die Industrieländer. Eine zunehmende Kreditvergabe, bessere makroökonomische Haushalts- und Konsumentendaten sowie deutlich bessere Marktstimmungsindikatoren dürften chinesischen Aktien Auftrieb verleihen.

Grafik 1: Globale Aktienbewertungen erscheinen normalisiert

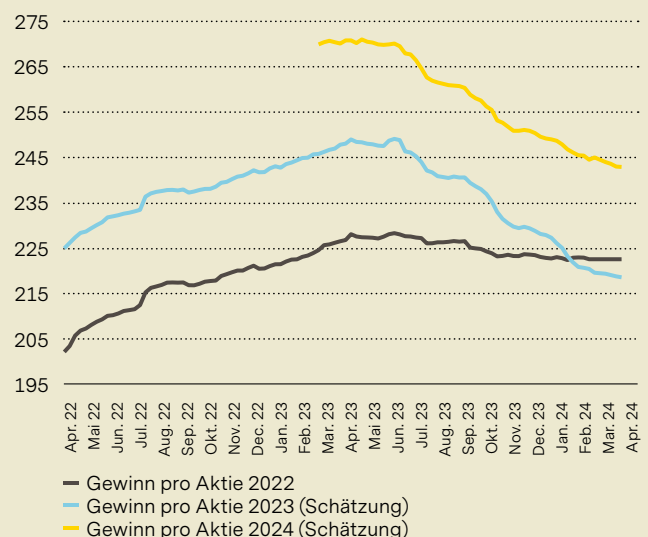
Erwartetes Kurs / Gewinn-Verhältnis (KGV)



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 2: Gewinnrevisionen für den S&P 500 Index

In USD



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Nach «America First» gilt jetzt «OPEC+ First»



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Der Beschluss der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) und ihrer Verbündeten (OPEC+), die Ölfördermenge ab Mai um rund 1.16 Millionen Barrel pro Tag zu kürzen, überraschte die Märkte und trieb den Preis des schwarzen Goldes in die Höhe. Mit diesem Schritt demonstrierte das Kartell einmal mehr seine Marktmacht und sandte eine deutliche Botschaft in Richtung Washington.

Für die Kürzung der Fördermenge gibt es mehrere Gründe. Offiziell handelt es sich um eine Massnahme zur «Stabilisierung» der Ölmärkte. Inoffiziell dürfte der Schritt jedoch auch von der Sorge über die schwächere globale Nachfrage getragen sein. Kurz vor der Ankündigung waren die Ölpreise infolge der Bankenkrise und gestiegener Rezessionsängste auf 70 US-Dollar pro Barrel gesunken. Ein weiterer Faktor sind die sich verschlechternden Beziehungen zwischen dem OPEC-Schwergewicht Saudi-Arabien und den USA. Letztere signalisierten jüngst, sich mit dem Wiederauffüllen ihrer strategischen Ölreserve Zeit zu lassen. Damit stiessen sie Saudi-Arabien wohl vor den Kopf (Grafik 1).

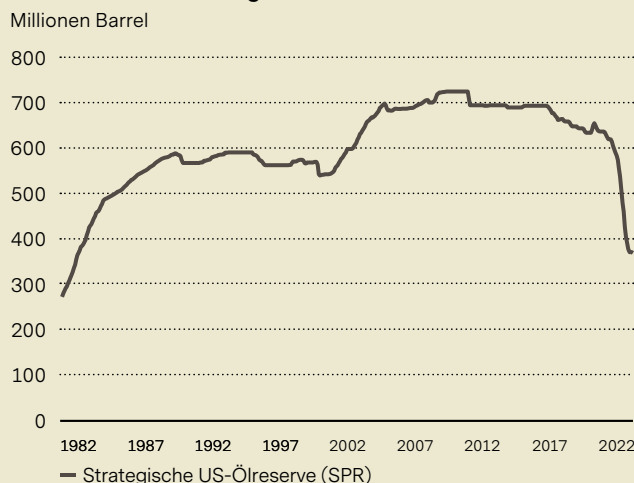
Mit hineinspielen dürfte auch der insbesondere vom Westen vorangetriebene Wandel hin zu einer grüneren Zukunft. Denn die Abkehr von fossiler Energie bedeutet geringere zukünftige Einnahmen für die OPEC+.

Der wohl wichtigste Grund ist in den Golf-Staaten selbst zu finden. Saudi-Arabien's Bevölkerung beispielsweise wuchs von 1960 bis 2021 um mehr als 770 Prozent. Die Bedürfnisse dieser Bevölkerung gilt es zu stillen. Hierfür benötigt das Königreich einen soliden Haushalt – und Ölpreise über 80 US-Dollar (Grafik 2). Möglich macht dies die hohe Marktmacht. Gemäss Schätzungen befinden sich 80,4 Prozent der nachgewiesenen globalen Ölreserven in OPEC-Mitgliedstaaten. 2021 förderte das Kartell knapp 38 Prozent des gesamten Rohöls.

Was bedeutet dies für die Ölpreise?

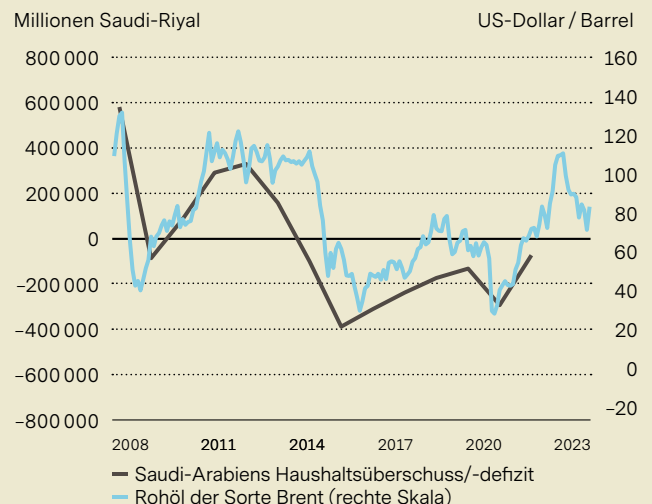
- 80 US-Dollar pro Barrel stellen die «Linie im Sand» dar, die das Kartell auch in Zukunft verteidigen wird.
- Die Drosselung wird zusammen mit der russischen Reduktion zu einer Kürzung der Produktionsquote um 1,6 Millionen Barrel pro Tag führen. Solange keine schwere globale Rezession eintritt, könnten die Ölpreise aufgrund des verknappten Angebots gegen Ende Jahr auf über 90 US-Dollar steigen. Hierfür müssen die Mitgliedstaaten geschlossen agieren und die verkündeten Kürzungen auch wirklich umsetzen (Russland beispielsweise produzierte 2022 deutlich mehr als erwartet).
- Die Volatilität wird hoch bleiben.

Grafik 1: Wiederholte Entnahmen aus US-Ölreserve könnten OPEC+ verärgert haben



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 2: Saudi-Arabien braucht Ölpreise über 80 US-Dollar



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Schwächere Zeiten in Sicht für den US-Dollar



—
Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

Mit der Erholung der Aktienmärkte seit vergangenem Oktober hat sich auch der US-Dollar merklich abgeschwächt. Mit einem schwächeren Greenback geht oft ein höherer Risikoappetit einher – und umgekehrt. Eine US-Rezession könnte dem US-Dollar temporär Auftrieb verleihen. Langfristige Triebkräfte sprechen aber für eine anhaltende Schwäche.

Der US-Dollar ist die unangefochtene Leitwährung rund um den Globus. Seinen Status als solche dürfte die sich abzeichnende multipolare Weltordnung herausfordern. Doch derartige Wachablösungen geschehen nicht über Nacht. Der US-Dollar bleibt auch für die Finanzmärkte von grosser Bedeutung, werden doch zum Beispiel die meisten Rohstoffe der Welt in US-Dollar gehandelt.

Wohin bewegt sich der US-Dollar?

Der US-Dollar ist teuer bewertet. Dies spiegelt sich in der Kaufkraftparität, welche die Preise der wichtigsten Konsumgüter in den verschiedenen Ländern miteinander vergleicht. Der faire Wert für den US-Dollar kam in den letzten zwei Jahren stark unter Druck, weil in den USA die Inflation höher war als beispielsweise in der Schweiz. Um diesen fairen Wert schwanken die Wechselkurse langfris-

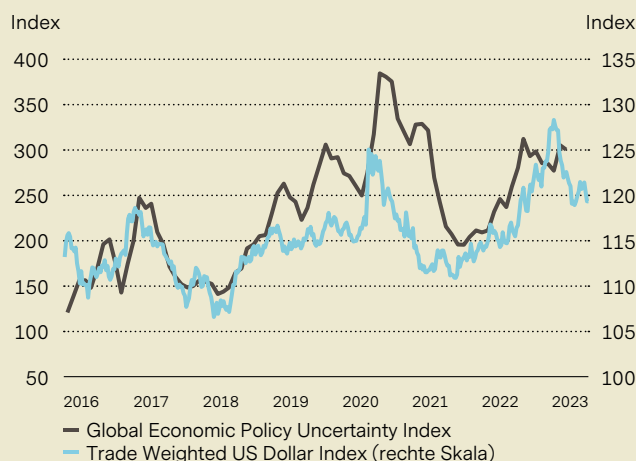
tig, wobei der Greenback in absehbarer Zeit an Wert verlieren dürfte. Allerdings können die aktuellen Wechselkurse auch über mehrere Monate vom fairen Wert abweichen, wie dies die vergangenen zwei Jahre zeigten.

Wichtiger für die mittelfristige Entwicklung ist aber der Wirtschaftsausblick. In unsicheren Zeiten gewinnt der US-Dollar jeweils an Wert (Grafik 1). Die globale wirtschaftspolitische Unsicherheit lässt sich am Global Economic Policy Uncertainty Index ablesen, welcher unter anderem die Berichterstattung der Zeitungen über politikbezogene wirtschaftliche Unsicherheit quantifiziert. Diese Unsicherheit würde auch in einer Rezession – eine solche erwarten wir noch dieses Jahr – zunehmen und dem US-Dollar temporär Auftrieb verleihen.

Ebenso starken Gegenwind dürfte der US-Dollar jedoch durch unvorteilhafte Zinsdifferenzen spüren (Grafik 2). Seit vergangenem Herbst, als der Greenback bei seinem Höchststand lag, stiegen die 2-jährigen Zinsen in den USA weniger stark als anderswo. In Deutschland beispielsweise stiegen die kurzfristigen Zinsen stärker als in den USA, was den EUR/USD-Wechselkurs ankurbelte. Die Zinsdifferenzen sprechen bereits jetzt für einen schwächeren US-Dollar. Diese Entwicklung dürfte sich fortsetzen, wenn die US-Zentralbank ihren Zinserhöhungszyklus beenden wird.

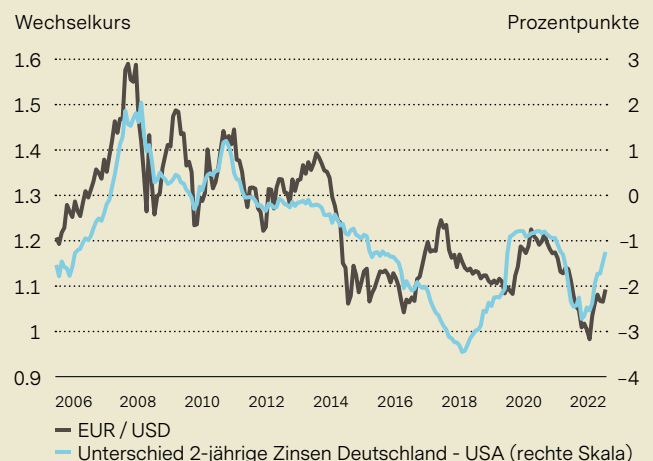
Selbst wenn eine Rezession eintritt, dürften die US-Zinsen stärker sinken als in anderen Regionen – schlicht und einfach, weil die Fed sie über die letzten 12 Monate am kräftigsten anhub.

Grafik 1: Je grösser die Unsicherheit, desto stärker der US-Dollar



Quelle: Baker, Bloom, Davis, Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 2: Zinsdifferenzen sprechen gegen den US-Dollar



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Konjunktur und Finanzmärkte 2021 – 2024

Die folgende Liste zeigt für Bruttoinlandprodukt (BIP), Inflation / Inflationserwartung, Notenbankzinsen, 10-jährige Staatsanleihen, Wechselkurse und Rohstoffe die effektiven Werte, Wechselkurse und Preise für die Jahre 2021 und 2022 sowie die Konsens-Prognosen für die Jahre 2023 und 2024.

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

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

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR	-0,50	2,00	3,00	3,64	3,29
USD	0,25	4,50	5,00	5,20	4,10
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,09	-0,07
GBP	0,25	3,50	4,25	4,35	3,85
CHF	-0,75	1,00	1,50	1,84	1,64
AUD	0,10	3,10	3,60	3,85	3,60
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	2,45	2,44	2,21
USD	1,5	3,9	3,53	3,55	3,31
JPY	0,1	0,4	0,47	0,65	0,66
GBP	1,0	3,7	3,74	3,41	3,12
CHF	-0,1	1,6	1,12	1,44	1,26
AUD	1,7	4,1	3,46	3,62	3,31

WECHSELKURSE	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS ENDE 2024
CHF je EUR	1,04	0,99	0,98	1,00	1,01
CHF je USD	0,91	0,94	0,89	0,91	0,91
CHF je 100 JPY	0,79	0,72	0,67	0,72	0,72
CHF je GBP	1,23	1,12	1,11	1,13	1,14
USD je EUR	1,14	1,06	1,10	1,11	1,12
JPY je USD	115	130	134	127	125
USD je AUD	0,73	0,67	0,67	0,70	0,71
GBP je EUR	0,84	0,88	0,88	0,89	0,89
CNY je USD	6,37	6,91	6,89	6,75	6,70

ROHSTOFFE	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
Brent-Rohöl, USD je Barrel	79	86	81	86,75	90
Gold, USD je Feinunze	1829	1824	1986	1946	1946
Kupfer, USD je Tonne	9720	8372	8881	8820	9100

¹ Neuste verfügbare Quartalsdaten

² Neuste verfügbare Monatsdaten, G20-Daten nur vierteljährlich

Quelle: Vontobel, jeweilige Statistikämter und Zentralbanken, Stand: 25. März 2023

Offenlegungen und Disclaimer

1. Analystenbestätigung

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

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

Bewertungsgrundlagen und -methoden

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

2. Disclaimer und Quellenangabe

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

18 Rechtliche Hinweise

3. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

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

Informationen für Kunden aus Deutschland

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

Additional information for US institutional clients

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

Additional information for UK clients

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

Information for Italian investors

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

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

